



UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
ESTADÍSTICA

CARRERA DE POSGRADO
ESPECIALIZACIÓN EN OPERACIONES DE COMERCIO
EXTERIOR

**Tema: Análisis del Cepo Cambiario en Argentina y su Impacto en el
Comercio Exterior. Período 2011-2015.**

Autor: C.P. Guillermo Barreto

Director: Mg. Ernesto Seselovsky

Co-Directora: Mg. Adriana C. Cicaré

Fecha: 13/07/2018

<u>Índice</u>	Págs
<u>I INTRODUCCIÓN</u>	2
<u>II CONTROLES CAMBIARIOS HISTÓRICOS</u>	
II.1 Introducción	2
II.2 Período 1931-1945	3
II.3 Período 1964-1966	16
II.4 Período 1971-1981	19
II.5 Período 2002-2005	25
<u>III CONTEXTO ECONÓMICO PREVIO</u>	33
<u>IV MEDIDAS ADOPTADAS PERÍODO 2011-2015</u>	38
<u>V CONCLUSIONES</u>	45
<u>VI ANEXO – MARCO TEÓRICO</u>	
<u>VI.1</u> Balanza de pagos	52
<u>VI.2</u> Tipo de cambio y mercado de divisas	54
<u>VI.3</u> Los tipos de interés y los tipos de cambio	60
<u>VI.4</u> El nivel de precios y el tipo de cambio a largo plazo	64
<u>VI.5</u> La producción nacional y el tipo de cambio a corto plazo	66
<u>VI.6</u> Los tipos de cambio fijos y la intervención en los mercados de divisas	69
<u>VII BIBLIOGRAFÍA</u>	74

I. Introducción

El objetivo del presente trabajo es analizar las medidas económicas y cambiarias tomadas por el gobierno nacional durante el período 2011-2015, con el afán de evitar la fuga de divisas del país. Y a su vez, evidenciar el impacto de tales medidas en el comercio exterior argentino y en la balanza de pagos en general. En primer lugar, se realizará un estudio comparativo de los distintos controles cambiarios que se instrumentaron a partir de principios del siglo XX en la República Argentina, encuadrando el contexto económico previo,

el objetivo buscado, las medidas adoptadas y el resultado final de tales políticas en la economía nacional. En segundo lugar, combinando el análisis teórico, el histórico y el detalle del conjunto de medidas adoptadas, se concluirán si tales restricciones cumplieron el objetivo de evitar la pérdida de reservas durante el mencionado período, y cómo afectó particularmente al comercio exterior argentino. Por último, se presentará como anexo, un marco teórico para repasar conceptos como balanza de pagos, tipo de cambio, mercado de divisas; y cómo las distintas variables económicas (producción, nivel general de precios, tipo de interés, oferta monetaria, consumo, inflación) afectan en la determinación del tipo de cambio, al mercado de divisas y en definitiva a la balanza de pagos en su conjunto.

II. Controles cambiarios históricos

II.1. Introducción

En este apartado del trabajo, se realizará un desarrollo de los distintos controles cambiarios adoptados durante la historia argentina. Se tomará como punto de partida el año 1931, principalmente por la respuesta que tuvo que dar el país ante adversas circunstancias internacionales como consecuencia de la Gran Depresión de 1929/30.

Los períodos que se analizarán son los siguientes:

I. 1931-1945: que abarca desde los primeros años de improvisación e inexperiencia (en los que se pretendía controlarlo todo), hasta mediados de la década de los 40, cuando a raíz de la escasez de bienes de importación provocada por la Segunda Guerra Mundial y un marcado ingreso de capitales, los controles fueron relajados aunque no eliminados, y se regularon por primera vez los movimientos de capitales.

II. 1964-1966: vuelta de los controles cambiarios en la administración radical para culminar con la recesión y fuga de capitales de 1963. Se introduce por primera vez el concepto de crawling-peg.

III. 1971-1981: durante el cual los controles de cambios se restablecen plenamente, resultando su evaluación interesante pues trata del funcionamiento de aquellos en alta inflación.

IV. 2002-2005: luego del colapso del régimen de convertibilidad de los años 90, los controles cambiarios volvieron a instaurarse para contener la fuga de capitales y la traslación desde activos locales hacia activos externos. A medida que el tipo de cambio alcanzaba un equilibrio, tales controles fueron disminuyendo hasta concretar un régimen flexible de flotación.

II.2. El período 1931-1945 ⁽¹⁾

Esta primera experiencia de controles cambiarios tradicionalmente fue dividida en cuatro fases, fundamentándose el tránsito de una a otra no solo en la gradual comprensión de la manera más eficaz de instrumentar el control, sino también en las cambiantes circunstancias internacionales. Si bien, como se apuntara, en la crisis de 1930-1931 (que desembocó en la instauración de los controles) tuvieron un papel importante los desequilibrios de las finanzas públicas nacionales, hacia 1933 tal situación había sido subsanada. En gran medida, el control cambiario fue la respuesta que la Argentina dio a adversas circunstancias internacionales como la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial

⁽¹⁾ Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Páginas 41-61, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

Las finanzas nacionales fueron manejadas con la prudencia y la previsión característica de los años 30. El déficit fiscal, la expansión monetaria y la inflación fueron rápidamente puestas y preservadas en los niveles de las décadas previas, produciendo todo esto la impresión de que la economía nacional continuaba conduciéndose de acuerdo a los preceptos del patrón oro.

Primera fase: 1931-1933

La situación económica del país hacia 1931 se caracterizaba principalmente por:

- I. Fuertes déficit fiscales financiados primordialmente a través del crédito doméstico.
- II. Una drástica caída de los términos de intercambio argentinos.

Conjuntamente habían provocado agudos déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, acompañados por pronunciadas devaluaciones del peso, en medio de una gran especulación cambiaria por parte de exportadores e importadores y fuga de capitales.

Era el cuadro recesivo típico de la Argentina, exacerbado en la ocasión por el desequilibrio de las finanzas públicas y la contracción mundial, que resultó más prolongada y seria que las anteriores.

Cuadro N°1
República Argentina. Indicadores macroeconómicos. Periodo 1929/1933.

	Términos de intercambio 1938-40=100	Variación reservas internac.	Cuenta corriente	Déficit fiscal *	PBI	Inflación
		(US\$ millones corrientes)		(% PBI)	(% variac. anual)	
1929	97	- 294	- 159	2,5	4,6	- 2,2
1930	94	- 42	- 311	4,9	- 4,1	- 3,9
1931	70	- 280	- 75	3,2	- 6,9	- 14,2
1932	73	- 8	- 15	1,7	- 3,3	- 7,5
1933	69	- 17	- 76	1,8	4,7	4,9

* De la Administración Nacional.

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Página 44, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

Hacia 1930 concurrían a agravar la situación presupuestaria dos causas básicas:

- I. La fuerte contracción de la actividad económica motivada por la pésima cosecha de aquel año, que implicaba una caída en la recaudación impositiva, en particular la aduanera.
- II. La devaluación del peso que encareció sustancialmente el servicio financiero de la deuda pública nacional.

El gobierno reaccionó ante la crisis reduciendo los gastos públicos, reforzando los derechos aduaneros (con el doble propósito de aumentar los ingresos fiscales y desincentivar las importaciones) y creando el impuesto a los réditos (ganancias) y otros gravámenes. Por otro lado, no obstante que la Caja de Conversión había sido creada en diciembre de 1929, el gobierno intentaba

moderar las fluctuaciones del tipo de cambio y, de alguna manera, atemperar la depreciación. A principios de 1931 se creía estar al borde de una recuperación. La evolución de la crisis mundial era más bien favorable. Con esta expectativa, el gobierno había acordado un gran empréstito con Francia para sostener el peso. Pero factores políticos adversos crearon una situación de desconfianza, haciendo desaparecer la posibilidad de préstamos, recrudeciendo la especulación y la fuga de capitales. El drenaje de reservas internacionales era demasiado elevado, más fue intolerable cuando Gran Bretaña abandonó el patrón oro, lo cual derivó en presiones devaluatorias adicionales. En medio de la atmósfera descrita, el gobierno no imaginó otra solución que la instauración del control de cambios. En noviembre de 1931 comenzó sus tareas la Comisión de Control de Cambios. Lo que se procede a hacer es rudimentario, ya que se actuaba con urgencia, sin bases estadísticas apropiadas y por prueba y error.

- I. Se dispuso que las transacciones de cambio de todo tipo debían hacerse a través de bancos especialmente autorizados, que actuaban bajo la supervisión de la Comisión, ante la cual debían justificarse todos los permisos para remitir fondos al exterior.
- II. Los exportadores quedaban obligados a entregar todas las divisas provenientes de sus exportaciones, a medida que las fuesen realizando. Los importadores podrían seguir haciendo sus pedidos al exterior en la forma habitual. Cuando el importador tenía que girar los fondos, debía dirigirse a la Comisión y solicitar un permiso. Este sería otorgado distribuyendo entre los importadores y demás remitentes de fondos las divisas que los exportadores entregaban en el día.
- III. Inicialmente se fue estableciendo un tipo de cambio de acuerdo con la oferta y demanda, aunque este arreglo duró muy poco. Pronto se cedió a la tentación de fijar el tipo y suprimir las fluctuaciones. Así se hizo, fijándose un único tipo oficial en \$ 12.85 por libra esterlina (unos \$ 3.70 por dólar americano en 1932 y \$ 3.10 en 1933). Luego se advirtió que se había cometido un error de establecerlo en un nivel demasiado bajo respecto de lo que las circunstancias aconsejaban. La brecha entre el paralelo y oficial alcanzó niveles cercanos al 40% en el período 1932-1933.
- IV. Esta política cambiaria estimuló (y hasta podría argumentarse que adelantó) las importaciones, lo cual se manifiesta en el deterioro del

balance comercial y la cuenta corriente de la balanza de pagos entre 1932 y 1933.

La distribución de divisas disponibles se efectuaba de acuerdo con la siguiente lista de prioridades:

- I. Necesidades del gobierno (nacional, provinciales y municipales) especialmente destinadas a cubrir el servicio de la deuda externa.
- II. Materias primas para las industrias nacionales, combustibles y bienes de consumo indispensables.
- III. Remesas de inmigrantes, a nacionales residentes en el extranjero, gastos de viajeros.
- IV. Mercaderías no esenciales
- V. Cancelación o amortización de débitos comerciales atrasados.

Empero, el sistema fallaba por su base. Como las posibilidades de importar fueron independientes de las posibilidades de, efectivamente, pagar las importaciones, al poco tiempo la Comisión se vio obligada a suspender crecientes pagos por este concepto. Paralelamente, la escasez de cambio fue incentivando el desarrollo de la “bolsa negra” (el mercado negro o marginal en la jerga actual) el cual empezó a erosionar la efectividad de los controles y a fomentar la corrupción.

A pesar de lo dicho, el gobierno logró sus objetivos básicos: virtualmente detuvo la caída de las reservas internacionales, contuvo la depreciación del peso en el mercado libre, que de \$ 4.11 por dólar en septiembre de 1931 se redujo a 3.89 en diciembre del mismo año, cayendo en 1933 a un valor promedio de \$ 3.31. Esto acontecía mientras los términos de intercambio argentinos tocaban el nivel más bajo del siglo: 40% por debajo de los observados en el pico de la onda ascendente de 1928 aunque resultaban muy próximos a los registrados en la crisis previa de 1921-1923.

Segunda fase: 1934-1937

La segunda fase del control de cambios se resume en las importantes reformas introducidas por el ministro Pinedo, como la respuesta natural a los defectos de funcionamiento observados en la anterior etapa de improvisación e inexperiencia, y la adaptación del régimen a la fase ascendente del nuevo ciclo internacional, que ya a mediados de 1934 comenzara a evidenciarse con claridad. La reforma cambiaria puede sintetizarse así:

- I. Se abandonó el propósito del control absoluto, pasándose, más modestamente, a controlar lo que la práctica había enseñado que podía controlarse y lo demás afuera, en un mercado completamente libre. Dicho con otras palabras, se legalizó el anterior mercado negro.
- II. Con el fin de evitar en el futuro nuevos bloqueos de fondos, se estableció el permiso previo de importación, ya que no se podía importar lo que se quisiera, sino lo que la autoridad cambiaria hiciera posible mediante el otorgamiento de permisos, según las disponibilidades de divisas.
- III. Se elevó el tipo de cambio oficial y, simultáneamente, se lo desdobló en un tipo comprador y otro vendedor, creándose de esta forma un sistema de tipos de cambio múltiples (existía legalmente, además, el tipo libre).

Legalmente habían sido establecidos dos mercados: el oficial y el libre. Por el primero se liquidan las exportaciones regulares, tradicionales del país, pero ya no por el monto total sino una parte. Por su parte, la demanda en el mercado oficial se componía de las demandas derivadas de las importaciones con permiso previo (cuyo otorgamiento respetaba el orden de prioridades señalado más arriba) y de los servicios financieros a los países con convenio de cambios.

El mercado libre se conformaba con aquella parte del valor de las exportaciones tradicionales en exceso, el producido de otras exportaciones esporádicas, de carácter menos regular y de escasa cuantía y, también, con el producido de las exportaciones a países limítrofes. Afluían, asimismo, a este mercado las inversiones de capital y demás remesas a la Argentina. En cuanto a la demanda de divisas libres, la misma resultaba de la suma de necesidades de cambio para pagar las importaciones que no habían conseguido el permiso previo, los requerimientos de los servicios financieros no autorizados en el mercado oficial y aquellos derivados de las remesas de capital (o fondos de cualquier índole) al exterior, que también podían realizarse sin trabas por el mercado libre. A diferencia de lo acontecido con los fondos bloqueados en la fase 1931-1933, en la nueva etapa del control los pagos al exterior y los flujos de capitales no serían entorpecidos.

En el mercado oficial se devaluó la moneda nacional, yendo de su cotización previa y única de \$ 12.85 por libra esterlina a \$ 15 (\$ 3.10 por dólar)

para la compra de las letras de los exportadores tradicionales, y luego, a un tipo distinto, más alto que éste, para la venta de las letras de cambio a los importadores. Se concibió un mecanismo de licitaciones para entregar al mejor postor las divisas que diariamente iban entrando. Por esta vía, el tipo vendedor se estabilizó en valores superiores a los \$ 17 por libra (\$ 3.50 por dólar) con el transcurso del tiempo. En el mercado paralelo la cotización marginal de la libra era alrededor de \$ 20.

La diferencia entre el tipo de cambio comprador y vendedor arrojaba dos pesos de diferencia que iban a una cuenta llamada Fondo de Beneficios de Cambios, que comúnmente era conocida como el Margen de Cambio. El producido del margen de referencia reconoció dos destinos primarios:

- I. Ayudaba a la Tesorería de la Nación a cubrir el servicio financiero de la deuda pública externa que las sucesivas devaluaciones de la moneda nacional había encarecido sustancialmente
- II. Allegaba recursos a la Junta Reguladora de Granos para pagar un precio sostén a los productores de cereales, misión esta que en los años de magros precios internacionales, les ocasionaba fuertes pérdidas.

El promedio anual de estos ingresos redondeo el 1.60 % del PBI cuando el gasto público orillaba 18%. La razón fiscal es esencial para explicar el mantenimiento de los controles, más allá de lo que sugerirían las transitorias urgencias de caja que propician su instauración.

Otra de las importantes medidas que acompañaron la reforma cambiaria de Pinedo fue la resolución de los fondos bloqueados. Durante los años 1932 y 1933 se fueron congelando en la forma de depósitos en bancos de Buenos Aires más de \$ 300 millones correspondientes, en su mayoría, a empresas extranjeras (por ejemplo las ferroviarias que no habían podido ser girados al exterior en pago de importaciones y servicios financieros en razón de la escasez de cambio y las prioridades del gobierno). El gobierno les ofreció estas alternativas a los interesados:

- I. Prolongar la situación de bloqueo hasta tanto las circunstancias fueran más favorables y los fondos pudieran girarse por el mercado oficial
- II. Aceptar en pago títulos de la deuda pública en moneda extranjera

III. Liquidar los fondos gradualmente a través del mercado libre, lo cual les importaría alguna pérdida de capital dada la más baja cotización de la moneda nacional en este mercado.

La mayoría de las firmas acreedoras eligió la segunda alternativa, movilizándose así un total de \$ 325 millones. El resto de los fondos bloqueados se fue liquidando gradualmente a través del mercado libre.

Se analizará a continuación la coyuntura económica del tramo 1934-1937, evaluando su impacto sobre el régimen cambiario:

Cuadro N°2

República Argentina. Indicadores macroeconómicos. Periodo 1934/1937.

	Términos de intercambio 1938-40 = 100	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria*	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1934	84	- 8	- 2	21	2,2
1935	84	- 13	36	15	1,7
1936	103	- 12	53	11	2,0
1937	118	100	- 29	6	2,2

* promedio simple de brechas entre el tipo libre y los tipos oficial comprador y vendedor; esta brecha se calcula de acuerdo con esta fórmula: $[(\text{tipo libre} - \text{tipo oficial}) + \text{tipo oficial}] \times 100$.

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Página 52, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

Ya a mediados de 1934 resultaba claro que la fase ascendente de un nuevo ciclo internacional había comenzado. Los términos de intercambio mejoraron 22% respecto de 1933, y después de tres años de salida de capitales, el país volvía a atraer fondos financieros. Las exportaciones fueron en empinado ascenso, lo mismo que las importaciones aunque con menos fuerza, la actividad económica creció a un ritmo promedio superior al 5% anual y el déficit fiscal se mantuvo estabilizado en torno al 2% del PBI, financiándose con deuda interna primordialmente. La situación de bonanza rápidamente repercutió sobre las regulaciones oficiales que afectaban los mercados cambiarios. La intensidad de los ingresos de capital era tal, que el peso experimentaba una continua revaluación en el mercado paralelo. El fenómeno confrontó a las autoridades económicas con esta disyuntiva:

- I. Revaluar la moneda nacional en el mercado oficial (rebajando el tipo de cambio).
- II. Suprimir el margen de cambios y afrontar sus consecuencias presupuestarias.

Ninguna de las alternativas convenció al gobierno y se ideó otra solución que excedió el marco de política existente: un gravamen del 20% sobre las importaciones que entraban por el mercado libre. No obstante, la presión revaluacionista sobre el peso se afirmaba, entonces sobrevino en enero de 1936, una segunda iniciativa: se eliminó el régimen de licitaciones de divisas en las que participaban los tenedores de permisos previos, estableciéndose un tipo fijo vendedor de \$ 17 por libra (\$ 3.44 por dólar). El BCRA (fundado en 1935) observaba sus reservas internacionales ir de aumento en aumento. Por lo que las autoridades del Banco se vieron compelidas a aconsejar al gobierno la apreciación de la moneda en el mercado oficial, de \$ 17 a \$ 16 por libra. Esta es la tercera decisión importante del gobierno, como reacción ante el ciclo internacional.

Tercera fase: 1938-1940

La tendencia favorable que caracterizó la posición económica y financiera internacional de la Argentina desde 1934 a 1937 cambió drásticamente en 1938.

Cuadro N°3
República Argentina. Indicadores macroeconómicos. Período 1937/40

	Términos de intercambio 1938-40 = 100	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1937	118	100	- 29	6	2,2
1938	108	- 159	- 40	19	2,9
1939	95	- 15	23	20	4,3
1940	95	- 43	22	18	3,2

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Página 53, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

A mediados de 1937 se inició una nueva contracción de la actividad económica en los EE.UU. que rápidamente se propagó por el mundo, afectando con particular intensidad los mercados de materias primas, como es acostumbrado en el ciclo internacional. Completando el desfavorable cuadro, en el segundo semestre de ese año empezaron a circular malas noticias sobre la evolución de las cosechas y, finalmente, tuvieron sucesos políticos en Brasil que en la opinión internacional afectaban también a la Argentina. Es así que, ante la perspectiva de un aumento de la brecha cambiaria (devaluación del peso en el mercado libre) y la consecuente reducción de los rendimientos financieros locales, el flujo internacional de capitales experimentó una drástica reversión. En 1938 el poder de compra de las exportaciones argentinas disminuyó 18% con respecto al año previo, el volumen físico exportado se contrajo un tercio, contribuyendo estos desarrollos a que el valor exportado disminuyera 39% de un año a otro. La cuenta corriente de la balanza de pagos osciló de un superávit de USD 100 millones en 1937 a un sensible déficit de USD 159 millones en 1938 (solo inferior a los registrados a principios de la década de 1920 y en 1930). El Banco Central orilló los USD 40 millones de pérdidas de reservas en el intento de moderar la depreciación de la moneda nacional, que de todos modos pasó de \$ 3.30 por dólar en el mercado libre en 1937 a \$ 3.90 en 1938 (llegaría a \$ 4.40 en 1940).

Por el violento giro de las condiciones internacionales, se volvió a pensar en la implementación de medidas restrictivas sobre la importación. La situación era muy tensa, viéndose más agravada aun por un proceso de expansión del crédito interno orientado hacia el sector agrícola, que experimentaba dificultades para colocar las cosechas de trigo y maíz. Las restricciones (similares a las de 1933) se pueden sintetizar así:

- I. Se restringieron nuevamente los permisos de cambio, especialmente en relación con las importaciones de los EE.UU. y de otros países con los cuales se registraba déficit en el balance de pagos.
- II. Se suspendió totalmente el otorgamiento de permisos previos para una serie de artículos considerados superfluos.
- III. Se suprimieron las importaciones por el mercado libre y se las incorporó al oficial, con un tipo de cambio más alto que el vigente para las

importaciones que ya circulaban por este último mercado y quedándose sujetas al otorgamiento previo.

IV. Se elevó el tipo de cambio oficial vendedor de \$ 16 por libra esterlina a \$ 17 (\$ 3.87 por dólar) y se estableció en \$ 20 por libra (\$ 4.33 por dólar) el tipo oficial vendedor para las importaciones que antes giraban divisas por el mercado libre. Aparece de esta manera un sistema de tipos múltiples más complejo, que se contempla con un tipo oficial comprador de \$ 15 por libra y un tipo libre para las transacciones financieras y las exportaciones no tradicionales que fluctuaba alrededor de \$ 20 por libra.

Históricamente, la Argentina había tenido superávit en el intercambio comercial con Gran Bretaña y déficit con EE.UU. Por esto, Gran Bretaña había inducido a que se favorecieran las importaciones de su país. Cuando la segunda Guerra Mundial estalló en 1939, el excedente de divisas en libras esterlinas permanecían bloqueadas en Londres, sin poderse convertir ni usar fuera de Inglaterra. El comercio con EE.UU comenzó a evolucionar. Sobraban libras y faltaban dólares. Esta situación forzó al gobierno a aplicar restricciones más drásticas sobre las importaciones de EE.UU, lo que permitió firmar un convenio con tal país para reducir los derechos de importación del lino y las carnes conservadas. Además, se firmaron convenios con Alemania, Holanda, Bélgica, Suiza y Brasil. Puede afirmarse entonces que en esta época, el control cambiario (en particular a través de controles previos) adquiere una justificación distinta, estrechamente ligada al bilateralismo comercial que prevalecía en la economía internacional.

Si bien los términos de intercambio argentinos siguieron cayendo hasta 1940, el nivel de actividad económica se recuperó en 1939. Probablemente haya incidido en esto la intensificación de las compras de Gran Bretaña y Francia que se alistaban para la guerra. Perdió el ímpetu de la devaluación del peso en el mercado marginal y volvieron a afluir fondos financieros del resto del mundo. El Banco Central, hacia fines de 1939, volvía a acumular reservas internacionales. Entre 1937 y 1940, la cantidad de dinero se expandió un 5% y el nivel general de precios aumentó menos de 6% de punta a punta.

Cuarta fase: 1941-1945

El evento es la conflagración mundial, que en lo económico redundó sobre la Argentina por tres vías:

- I. Bajo poder de compra de las exportaciones (alrededor de 90% del ya deprimido nivel 1938-1940).
- II. Agudización del problema del abastecimiento externo.
- III. Aluvión de fondos financieros que buscan seguridad y ubicación en la economía argentina, con los trastornos monetarios que esto entraña.

Cuadro N°4

República Argentina. Indicadores macroeconómicos. Periodo 1940/1945

Términos de intercambio 1938-40 =100		Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria	Déficit fiscal
		(millones de US\$ ctes.)		(%)	(% PIB)
1940	98	- 43	22	18	3,2
1941	107	56	92	13	3,9
1942	102	95	122	11	3,9
1943	105	332	311	7	5,2
1944	95	330	302	8	6,2
1945	85	370	343	10	6,9

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Página 57, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

Lideradas por demandas de cueros y lanas de los EE.UU., las exportaciones tomaron un ritmo intenso en 1941, ascendiendo continuamente hasta la crisis de 1949. Las importaciones, en tanto, cayeron sin parar hasta 1943, para repuntar levemente en 1944 y 1945; entre 1943 y 1945 el volumen físico importado era inferior a un tercio del registrado en 1937. La actividad económica interna experimentó grandes altibajos, expandiendo su nivel en 5% en 1941 y 11% en 1944, y contrayéndolo en 1% en 1943 y 3% en 1945, creciendo de todos modos, a una tasa promedio cercana a 3% anual. Así es que aumentaron las necesidades de liquidez en términos reales, que junto con la expectativa de revaluación del peso en el mercado libre (de \$ 4.24 en 1941 a \$ 4.02 en 1944) y la seguridad relativa que ofrecían los activos financieros argentinos, determinó un formidable salto del coeficiente de monetización de la economía y, asimismo, de la tasa de crecimiento de la oferta nominal de dinero.

Cuadro N°5
República Argentina. Oferta monetaria (M1) y entrada de fondos. Período
1934/1945

	Variación anual de M ₁	M ₁	Entradas de fondos
	(%)	(% PBI)	(US\$ millones ctes.)
1934-1937	6,6	23,8	43
1938-1940	1,8	22,8	8
1941	29,5	27,8	97
1942	15,4	28,0	60
1943	17,6	31,1	9
1944	24,5	33,6	- 13
1945	20,8	36,1	- 33

M₁: circulante más depósitos a la vista.

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Páginas 58, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

Las modificaciones que las autoridades económicas encontraron conveniente introducir en el régimen del control cambiario son las siguientes:

- I. En vista a la recuperación de las exportaciones y la intensificación de los ingresos de capital, se liberó el permiso previo de la mayoría de las importaciones. Además, se eliminaron las restricciones cuantitativas sobre casi la totalidad de importaciones. Luego se suprimió la Oficina de Control de Cambios (dependiente del Ministerio de Hacienda) encargándose el Banco Central de aplicar las regulaciones cambiarias.
- II. Asimismo, en 1941, con el fin de agilizar las importaciones de artículos considerados superfluos o no esenciales, pero que insumían mucho esfuerzo de fiscalización, se aplicó un régimen de licitaciones por el cual se distribuyeron entre los mejores postores unos USD 25 millones, alrededor de 8% de las importaciones del año.
- III. Posteriormente, en 1943, cuando la apreciación del peso en el mercado libre era marcada, se resolvió transferir las exportaciones no tradicionales (generalmente industriales) y aquellas con destino a países limítrofes, desde el mercado libre al oficial. Se tomó esta medida con el objeto de evitar presiones adicionales de revaluación sobre la moneda nacional.

Por último, el flujo de fondos externos había sido tan vigoroso en los años 1941 y 1942, que su reversión podría tener consecuencias en la liquidez

bancaria. Por ello, el gobierno decretó en los primeros meses de 1943 el establecimiento de un permiso para todos los movimientos de entrada y salida de fondos. El plazo mínimo fue de 90 días y luego el BCRA aprueba o rechaza la inversión. Este nuevo control quebrantó la absoluta libertad que hasta ese momento había regido en el mercado libre para los movimientos de capitales, con la excepción de los impedimentos que se derivaron del rígido sistema de control cambiario vigente entre 1931 y 1933, que sometía a un ordenamiento de prioridades los giros al exterior y desconocía la posibilidad del mercado paralelo. De todas formas, el control se aplicó apenas tres meses. Para cerrar el panorama económico 1941-1945, el índice combinado de precios mayoristas y minoristas creció 49%. La expansión del M1 (circulante más depósitos a la vista) ascendió a 55% y la M3 (que incorpora adicionalmente una variedad de depósitos de ahorro y a plazo) fue de 22%.

II.3. El período 1964-1966 ⁽²⁾

La etapa de la administración radical se vio favorecida por los mejores términos de intercambio del período, abundantes cosechas y una enérgica reactivación económica, que alcanzó tasas de expansión anual el PBI entre 9 y 10% en 1964 y 1965, que declinarían a un virtual estancamiento en 1966 al reinstalarse la atmósfera de incertidumbre política.

En parte como arrastre de la recesión que culminara a fines de 1963, el déficit fiscal se empinó a 5% del PBI en 1964, disminuyendo continuamente en adelante hasta cerrar en un nivel de 2.70% del PBI en 1966. Los desvíos fiscales y monetarios fueron moderados, en conformidad con el espíritu que parecía dominar la época. Es posible inferir que hubo una cierta falta de confianza, pues la fase estuvo caracterizada por incesantes salidas de capitales y una desaceleración de la inversión privada.

⁽²⁾ Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), Op. cit 86-90

Cuadro N°6**República Argentina. Indicadores macroeconómicos. Periodo 1964/1966**

	Términos de intercambio	Cuenta corriente	Variación reservas internac.	Brecha cambiaria ¹	Déficit fiscal
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1964	100	34	- 112	29 2	5,0
1965	99	182	16	24 3	3,5
1966	97	253	- 5	9 4	2,7

1. Fin de año.

2. Fue en ascenso: abril, 3%; agosto, 18%; septiembre, 20%.

3. Abril, 32%; septiembre, 44%.

4. Declinó en mayo, 15%; agosto, 5%; noviembre, 8%.

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Página 86, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

En el transcurso del último trimestre de 1963 y el primero de 1964, el peso continuó flotando y apreciándose hasta tocar un tipo de \$ 132 por dólar. En abril el gobierno procedió a reordenar el mercado de cambios como sigue:

- I. Se estableció con carácter general la obligatoriedad de negociar las divisas provenientes de la exportación a los diez días, a más tardar, de producido el embarque de la mercadería. Las exportaciones no tradicionales gozaron de mayor plazo.
- II. Se fijaron planes financieros para los pagos de importaciones de máquinas y motores. Hubo excepciones como los bienes de capital provenientes de países de la ALALC y las operaciones que contaban con créditos de organismos internacionales al 11 de noviembre de 1963.
- III. A principios de 1965 se reimplantaron los depósitos previos, constituirse por 180 días, en pesos moneda nacional y por 100% del valor CIF de importación (con algunas excepciones). Más tarde, los depósitos se reducirían, sucesivamente a 75% y a 50%.
- IV. Sobre el movimiento de capitales se estableció lo siguiente:
 - IV.1 Se prohibió que las instituciones financieras aceptaran depósitos en moneda extranjera de residentes y los depósitos existentes debieron liquidarse.
 - IV.2 Las transferencias al exterior por reembolsos de capitales y sus rentas, fletes y pasajes, comisiones y seguros y reaseguros, quedaron sujetas al cumplimiento de determinadas condiciones

de legitimidad. Más tarde, en enero de 1966 se autorizaría la venta de divisas para la devolución de préstamos (e intereses correspondientes) ingresados legalmente a partir de abril de 1964.

IV.3 Se limitaron los montos de moneda extranjera para sufragar gastos de viaje, estudios en el exterior, enfermedad, ayuda familiar, etc.

Se dio origen a un mercado paralelo con una brecha de 3%, mientras el Banco Central propiciaba el mantenimiento de la paridad en \$ 137 por dólar. Alrededor de agosto, las autoridades optaron por una nueva política cambiaria, entretanto la brecha trepaba al 18%. El crawling-peg pasivo iba permitiendo la depreciación de la moneda de acuerdo con las necesidades de emisión monetaria derivadas del déficit fiscal, aunque acotando la devaluación según la inflación de los principales socios comerciales del país. Si la emisión monetaria señalaba, de manera directa, una devaluación (del tipo de cambio oficial) de 25% anual, pero la inflación internacional era de 10% anual, se devaluaba en 15% en el curso del período. La depreciación era gradual y no seguía ninguna tabla preunciada, por ello se ha caracterizado la política como pasiva, a diferencia de la política practicada en el intervalo 1978-1980 en donde la frecuencia y la escala de las devaluaciones sería anticipada por el gobierno (crawling-peg activo).

A lo largo de 1964, el peso se devaluó (en el mercado oficial) 14% con respecto al dólar (de \$133 a \$151 por dólar). En 1965 la devaluación de 26% (\$190 por dólar en diciembre), y en septiembre de 1966, ya con una nueva administración, el Banco Central pasó de comprador neto a vendedor neto de divisas, cerrando el año con un dólar a \$249 y una devaluación de 31%. En el intervalo 1964-1966, la cantidad de dinero (M1) creció 137%, la actividad económica 21% y el nivel general de precios 101%, el tipo de cambio oficial se devaluó 88% y el paralelo 104%, el poder adquisitivo interno del dólar decayó sostenidamente, redondeando una disminución de 13%. La deuda externa pública se redujo de USD 2327 millones a fines de 1963 a USD 1956 millones a fines de 1965, manteniéndose virtualmente constantes a lo largo de 1966.

II.4. El período 1971-1981 ⁽³⁾

A grandes rasgos, el período reconoce dos fases. La inicial, de fines de 1971 a comienzos de 1976, estuvo signada por una secuencia de formas alternativas de control de cambios y de administración del tipo de cambio (crawling-peg, flotación administrada, fijación), y la final, desde ese entonces hasta la transición de 1981, en cuyo principio se concretó el esquema de mercado doble hacia el cual la administración justicialista venía simplificándose, a los pocos meses se unificaron los cambios y luego (tras comprobar su ineficacia) se suprimieron las trabas que impedían el ingreso de capitales, mientras se pasaba de un crawling-peg pasivo a uno activo (tablita). La primera fase se caracterizó por elevados términos de intercambio, empujado ascenso del gasto público, fuerte incertidumbre política e incesantes fugas de capitales. La segunda fase se distinguió por términos de intercambio bastante menos favorables que los anteriores, nuevos aumentos del gasto público y algunas entradas de fondos, aunque la época estuvo dominada por fugas masivas.

Un mismo evento presidió el período: el colapso de las finanzas públicas (incluyendo las del Banco Central) que fue manifiesto en 1973 y que desde entonces ha condicionado la marcha de la economía argentina. Dada la magnitud del déficit público, la estrategia de financiación resultó trascendente, no solo gravitó sobre la trayectoria de los principales precios relativos de la economía (salario, tasa de interés y tipo de cambio) sino que tuvo que ver, en alguna medida, con los regímenes de cambio específicos que se adoptaron.

A los fines del presente trabajo desarrollaremos la primer fase del período, donde se desarrollan restricciones cambiarias objeto de nuestro estudio.

⁽³⁾ Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), Op. cit 94-108

Período: 1971-1976

En septiembre de 1971, encontrándose el gobierno absorbido en una importante crisis de balance de pagos y en medio de una fuga de capitales de

intensidad pocas veces vista, se reimplantó el mercado doble de cambios. Estas fueron las principales disposiciones y circunstancias:

- I. En adelante las transacciones cambiarias se cursarían por dos mercados. Por el mercado oficial, con un tipo de cambio fijado en \$ 5 por dólar, se liquidarían todas las importaciones permitidas, las exportaciones tradicionales y el 90% de las exportaciones promocionadas, así como los servicios de flete y seguro correspondientes a las operaciones comerciales. Por el mercado financiero, inicialmente de flotación libre, se cursarían las transferencias de capitales e intereses, el 10% de las exportaciones promocionadas y las operaciones de cambio a término.
- II. En junio se había suspendido por un año la importación de artículos “prescindibles” y en septiembre se resolvió la suspensión transitoria de las restantes importaciones. Esta medida rigió hasta fines de octubre, cuando se estableció que las importaciones privadas abonarían un arancel adicional de 15% y las oficiales necesitarían autorización previa.
- III. Continuaron en vigencia las restricciones sobre las salidas de fondos dispuestas en 1970. A causa de las mismas y de las prohibiciones y suspensiones que afectaban las importaciones, se consolidó un mercado paralelo de divisas no reconocido legalmente.
- IV. Con el transcurso de los meses el Banco Central intervino con mayor vigor en el mercado financiero, derivándose en la práctica en una triple segmentación del mercado de cambios:

- IV.1 El mercado oficial donde se sostenía un tipo fijo.
- IV.2 El financiero en el que se siguió algo así como un crawling-peg pasivo (minidevaluaciones irregulares) hasta agosto de 1973 y en adelante se fijó un tipo de cambio en \$ 9.98 por dólar.
- IV.3 Un mercado paralelo cuyo tipo flotaba libremente.

El nuevo régimen de cambios constituyó un híbrido de regímenes anteriores, empero tuvo un aspecto original. Para sostener paridades fijas en coexistencia con una tasa de crecimiento monetario que excedía el 40% anual, se inventó una vía de devaluación encubierta. La misma consistió en autorizar que porcentajes cada vez mayores de las exportaciones e importaciones

comerciales se liquidaran al tipo de cambio financiero. Este tipo de cambio evolucionó desde \$ 6.48 por dólar en septiembre de 1971 hasta \$ 9.98 en septiembre de 1972, mientras que el comercial quedaba inmóvil en \$ 5.

Cuadro N°7

República Argentina. Liquidación de divisas comerciales. Período Sept 1971/Abr1973

PORCENTAJES PARA LA LIQUIDACION DE DIVISAS COMERCIALES

	Exportaciones trad. e importaciones		Exportaciones promocionadas		Tipo comercial	Brecha ²
	Mercado comercial	Mercado financiero	Mercado comercial	Mercado financiero	efectivo ¹ \$/dólar	
Sept. 1971	100	0	90	10	5,0	40
Oct. 1971	80	20	80	20	5,5	62
Nov. 1971	80	20	60	40	5,6	75
Dic. 1971	70	30	60	40	6,0	56
Feb. 1972	57	43	47	53	7,1	48
Mar. 1972	36	64	36	64	8,0	24
Jul. 1972	30	70	30	70	8,5	32
Ago. 1972	26	74	26	74	8,7	50
Feb. 1973	26	74	10	90	8,7	32
Abr. 1973	26	74	0	100	8,7	44

1. Se lo aproxima combinando los tipos comercial y financiero en las proporciones señaladas para las exportaciones tradicionales y el grueso de las importaciones permitidas. Se trata nada más que de una aproximación, pues se excluyen del cálculo las exportaciones no tradicionales, ciertas importaciones que se cursaban en 100% por el mercado financiero y otras no permitidas que habrían circulado por el mercado paralelo.

2. Se calcula según esta fórmula: $[(\text{tipo paralelo} - \text{tipo com. cf.}) + \text{tipo com. cf.}] - 1] \times 100$.

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Página 96, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

De este modo que entre septiembre de 1971 y agosto de 1972 el tipo de cambio comercial fue elevado en 74%, lo cual permitió una depreciación real del peso (la inflación excedía levemente el 60% anual) y un mejoramiento de la crítica situación del balance de pagos. Con el tiempo, se tomaron otras medidas que acompañaron los controles:

- I. En diciembre de 1971 se actualizó la lista de exportaciones promocionadas cuyas divisas podían negociarse con un plazo de hasta 180 días a partir de la fecha de embarque que, entretanto la liquidación de las divisas originadas por las restantes exportaciones era requerida en plazos muchos menores
- II. En febrero de 1975 se dispuso que un número reducido de importaciones se cursara íntegramente por el mercado financiero. Asimismo, a partir de entonces debieron presentarse al Banco Central en consulta previa las importaciones con financiación inferior a 180 días.

En mayo se prorrogó la suspensión de las importaciones “suntuarias y prescindibles” y se amplió la lista de ítem que caían en la definición.

III. Se implementaron medidas de política comercial siempre con el objeto de corregir el saldo desfavorable de las cuentas internacionales, tales como rebajas de retenciones para algunas exportaciones y mayores incentivos fiscales para las exportaciones no tradicionales.

IV. Se dispusieron normas para evitar la cancelación anticipada de créditos externos y el Banco Central actuó en el mercado de cambios a término incentivando las entradas de fondos.

El mercado de cambios así reorganizado convivió, hasta mayo de 1973, con una coyuntura económica de las siguientes características:

Cuadro N°8

República Argentina. Indicadores macroeconómicos. Período 1971/1975

	Terminos de intercambio	Cuenta corriente	Variación reservas internac. ¹	Brecha cambiaria ¹	Déficit fiscal ²
		(US\$ millones ctes.)		(%)	(% PBI)
1971	96	- 389	- 385	56	3,1
1972	96	- 223	167	30	3,7
1973	110	721	921	29	7,6
1974	96	127	-51	153	8,1
1975	93	- 1285	- 791	124	16,1

1. A fin de período.

2. Incluye el déficit del BCRA.

Fuente: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Página 97, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

Las devaluaciones encubiertas acompañaron el aumento del desequilibrio fiscal, el cual se financiaba con emisión de dinero en proporción creciente: el endeudamiento de la Tesorería de la Nación con el BCRA pasó de 22% de las erogaciones de aquella en 1971 a 37% en 1973, mientras los recursos corrientes como fracción de las erogaciones disminuían de 73% en 1971 a un 51% en 1973. El cuadro de situación experimentó un importante vuelco hacia fines de 1972, cuando cambió la coyuntura internacional y los precios de exportaciones primarias iniciaron un empujado ascenso. La actividad económica creció 4.80% en 1971 y 3.10 en 1972, entretanto las tasas de interés (reguladas y libres) eran negativas en términos reales y la inversión privada declinaba en valores absolutos año tras año hasta 1973. Desde el tercer trimestre de 1973 hasta el primero de 1974, el Banco Central fue

comprador neto de divisas, la brecha paralelo/oficial efectivo evolucionó de 20% poco más de 40% y la tasa anual de inflación se redujo notablemente: primer trimestre de 1973 un 67%, cuarto de 1973 un 30%, primero de 1974 un 10%. Durante los restantes trimestres de 1974, el Banco Central fue vendedor neto de divisas, la brecha subió agudamente de 50% a 150%, y las tenencias de dinero nacional por parte del público (coeficiente de monetización de la economía) después de tocar una cumbre superior al 18% del PBI en el tercer trimestre (en 1972 apenas orillaba el 13%), iniciaron el descenso.

Los factores que viabilizaron temporariamente la política cambiaria en esencia fueron cuatro:

- I. Estimulada por la inusual recuperación del precio de las exportaciones argentinas, la actividad económica se expandió en el bienio 1973-1974 a una tasa anual superior al 6%.
- II. El congelamiento de los precios y salarios que rigió sin retoques hasta marzo 1974 y con retoques mínimos hasta octubre siguiente (oportunidad en que se permitieron ajustes más automáticos de acuerdo con la evolución de los costos) aplacó decididamente las expectativas de inflación y tornó menos negativas las tasas de interés.
- III. La alta inflación en el área del dólar: el nivel general de precios mayoristas de los EE.UU creció un 13% en 1973 y un 19% en 1974 (las tres razones indujeron un considerable aumento de la demanda de dinero que absorbió parte de la expansión monetaria originada en el financiamiento del desequilibrio fiscal).
- IV. La nacionalización de los depósitos bancarios, por el cual se elevó a 100% el encaje legal y se reemplazó la creación privada de medios de pago por los redescuentos del Banco Central.

Esta última razón equivalió a reorientar en escala importante el crédito del sistema financiero hacia el gobierno en detrimento del sector privado. Los tres primeros factores operaron aumentando la demanda de dinero y el cuarto factor operó moderando el crecimiento de la oferta de dinero, posibilitando la desaceleración inflacionaria y el mantenimiento del régimen cambiario hasta mediados de 1974.

En marzo y octubre la inflación anualizada repuntó a 49%, el BCRA cubrió con emisión monetaria más de 40% de los gastos de la Administración Nacional, el horizonte de cálculo económico se achicó y la inversión bruta

interna empezó a mermar. En enero de 1975 la brecha entre el mercado comercial y financiero aumentó a 161% y en febrero a 170%. En marzo, envuelto en severas dificultades en el sector externo, el gobierno decidió la primera maxidevaluación de la moneda nacional: el tipo de cambio comercial pasó de \$ 5 por dólar a \$10, y el financiero de \$ 9.98 a \$ 15.10, mientras se conservaba la organización apuntada del mercado de cambios. Pero los términos de intercambio continuaban cayendo, la campaña agrícola 1974/75 fue menos prodiga y la emisión monetaria empezaba a cubrir más de 50% de los gastos de la Tesorería de la Nación. En junio tuvo lugar otra maxidevaluación: el dólar comercial pasó a cotizar \$ 23.33 y el financiero \$ 27.59, a pesar de lo cual la brecha quedó en 100%. En julio se dio comienzo a una política de devaluaciones frecuentes y abiertas de la moneda, y en agosto se creó el mercado financiero especial con un dólar que cotizaba a mitad de camino entre el financiero y el paralelo. Hasta noviembre el peso fue devaluándose a razón de 7% mensual en los tres mercados y a fines de este mes se eliminó el mercado comercial transfiriéndose todas sus operaciones al mercado financiero, con lo que la verdadera devaluación en diciembre fue de 19% respecto al mes anterior. Habiéndose perdido cuantiosas reservas y agotado los mecanismos para prolongar el financiamiento externo de las importaciones privadas, se estableció la obligatoriedad del seguro de cambio para la mayoría de las importaciones y se recurrió ávidamente a las operaciones de pase.

En 1975 la cantidad de dinero creció poco menos de 200% y la Argentina asistió a una inédita explosión de inflacionaria: 186%. La inversión bruta interna cayó 14% respecto al año anterior y el PBI se contrajo casi 1% por primera vez desde 1963. En enero de 1976, mientras se acentuaba la incertidumbre política y la inflación corría al 19% mensual, el gobierno creó el mercado "libre" con un tipo de cambio superior a los restantes tipos oficiales, y días más tarde dispuso que todas las transacciones comerciales que se cursaban por el mercado financiero liquidarían a un tipo de cambio 20% superior al tipo financiero y que excedente de 97% del precio índice podía negociarse en el mercado libre. A fin de mes el tratamiento se extendió a todas las exportaciones. En febrero la inflación se aceleró al 28% y la brecha aumentó a 220%. A principios de marzo, con una proyección de inflación

superior al 50%, las autoridades económicas reorganizaron el mercado de cambios: se estableció que habrían solo dos mercados: el oficial y el libre. Por el primero, con un tipo de \$ 140.30 por dólar, se liquidarían las importaciones y 97% de las exportaciones; y por el segundo, con un tipo de \$ 274.90, los movimientos de capitales y el remanente de las exportaciones. La brecha paralelo/oficial ascendía a 132%.

En 1975, a pesar de los ingresos de fondos estimulados por las operaciones de pase y que liquidaron por los mercados financiero y financiero especial (ambos con tipos sobrevaluados respecto del tipo paralelo), el déficit comercial alcanzó tal envergadura que el control acarreó pérdidas por 1.20% del PBI.

II.5. Período 2002-2005 ⁽⁴⁾

El régimen de convertibilidad colapsó entre diciembre de 2001 y enero de 2002, luego de casi 11 años de vigencia. En los meses siguientes continuaron las tendencias que habían conducido al colapso. La actividad y el empleo siguieron contrayéndose, la cotización del dólar escaló y arrastró al alza a los precios domésticos.

La inflación contrajo los ingresos reales de los asalariados y de otros perceptores de ingresos fijos.

Fue la última fase de un largo proceso de contracción del empleo y de los ingresos reales que condujo a más de la mitad de la población a la situación de pobreza y a un tercio a la de indigencia.

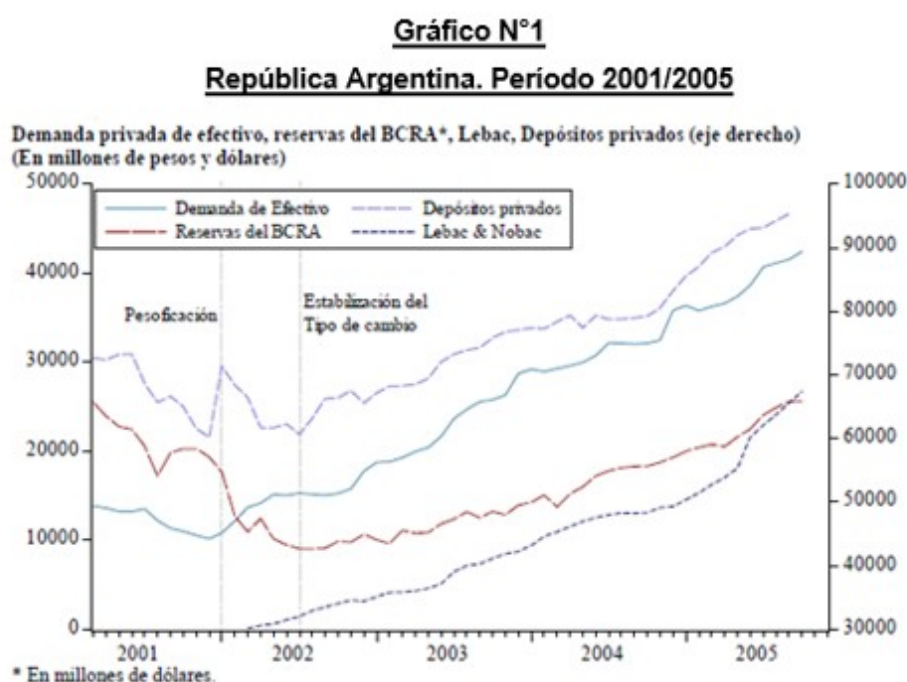
⁽⁴⁾ Roberto Frenkel (Centro de Investigación Económica y de Políticas (Center for Economic and Policy Research)) y Martín Rapetti (Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)), Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad, Abril 2007.

Tras el colapso del régimen de convertibilidad, el gobierno apuntó a contener la salida de capitales y estabilizar el mercado financiero mediante la introducción de un régimen de tipo de cambio dual, manteniendo a la vez los controles de cambio y las restricciones a la salida de fondos del sistema bancario (el “corralito”) implementadas a fines de 2001. La idea original era emplear este esquema sólo temporalmente: una vez que el tipo de cambio

nominal se hubiera estabilizado y los precios domésticos hubieran absorbido el impacto de la devaluación, se pasaría a un régimen de flotación.

Sin embargo, la decisión de unificar el mercado cambiario y dejar flotar libremente al peso (aparentemente empujada por la exigencia del FMI) derivó en una rápida escalada del precio del dólar.

Este proceso se desarrolló en un ambiente de alta iliquidez, causada por el “corralito” y la voluntad oficial de evitar una expansión monetaria que pudiera provocar potenciales desbordes (hiper) inflacionarios. Recién dos meses y medio después de la devaluación, el Banco Central empezó a emitir letras (“Lebac”) y a ofrecer así un instrumento que podía competir con la moneda extranjera. Los elementos mencionados contribuyeron a profundizar la dinámica perversa en las variables financieras a lo largo del primer semestre de 2002.

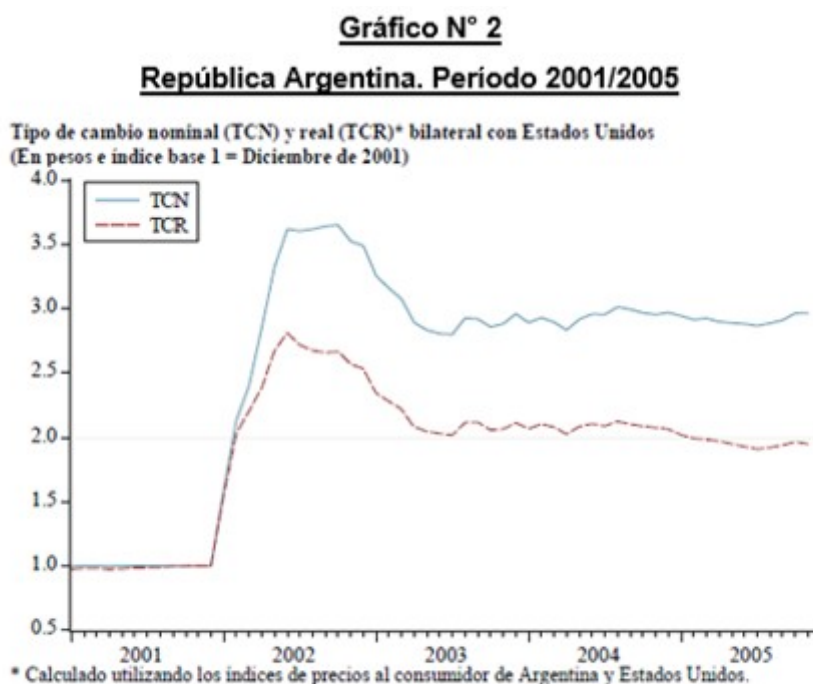


Fuente: Frenkel, Roberto; Rapetti, Martín, Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad, Abril 2007.

La importante fuga de capitales hacia activos externos entre principios de 2001 y mediados de 2002 puede verse en el Gráfico 1. Allí se observa la importante caída en los depósitos privados y las reservas internacionales, junto con el estancamiento de la demanda de efectivo; que constituye evidencia indicativa de la sustitución de activos financieros locales (efectivo y depósitos) por externos (reservas).

El resultado de esta sustitución se reflejó en la cotización del dólar: el tipo de cambio nominal (TCN) se elevó sostenidamente a lo largo del primer semestre de 2002 (+ 260%). De modo similar se comportó el tipo de cambio real (TCR), que pese a la subida de los precios internos se incrementó en igual período alrededor de 180%. El nivel de junio de 2002 implicaba una depreciación real del peso de casi 50% con respecto al nivel promedio de período 1980-2001 y del 68% con respecto al valor promedio de la década de convertibilidad.

Las tendencias divergentes empezaron a revertirse en julio de 2002. El punto de inflexión coincidió con la estabilización del mercado cambiario (véase el Gráfico 2). Esa estabilización resultó de varios factores. En noviembre de 2001, antes del derrumbe de la convertibilidad, se habían introducido controles de cambios sobre las transacciones externas, que fueron intensificados en marzo de 2002.



Fuente: Frenkel, Roberto; Rapetti, Martín, Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad, Abril 2007.

Pero fue recién en junio, luego de que Roberto Lavagna asumiera como Ministro de Economía, que se fortaleció la aplicación de los controles y se siguió una política más sistemática de intervención en el mercado de cambios para estabilizar el valor del dólar. La decisión de obligar a los exportadores a liquidar en el Banco Central aquellas exportaciones superiores a U\$S 1 millón

fue especialmente importante en este sentido. Ésta se convirtió en la principal fuente de acumulación de reservas, permitiendo a la autoridad monetaria incrementar su capacidad de intervención en el mercado.

A la detención de la burbuja cambiaria también contribuyó la acción oficial destinada a restringir la salida de los depósitos bancarios que lograban eludir las restricciones y que se dirigían a la demanda de divisas.

Finalmente, la propia conducta del mercado financiero local contribuyó a detener la escalada del dólar. Por un lado, las tasas de interés que pagaban los activos locales se elevaron vertiginosamente. En julio de 2002, la tasa de los depósitos a plazo fijo alcanzó 76%, y la de las Lebac a 14 días alcanzó 115%. Los activos financieros emitidos localmente empezaron así a resultar más atractivos como sustitutos al dólar. Por otro lado, tal como se mencionó antes, el tipo de cambio real alcanzó un nivel muy alto y “anormal” en términos históricos (vale decir, el valor en dólares de los activos domésticos, los bienes no transables y los salarios eran percibidos como atípicamente bajos). En este contexto, bastó que las autoridades lograran detener la subida del dólar, para que el público cambiara rápidamente las expectativas de depreciación. De allí en más, el mercado empezó a mostrar una tendencia a la apreciación que se fue reforzando con el tiempo, hasta convertirse en un “dilema” de política económica.

Así, en la segunda mitad de 2002, comenzó una fase de normalización de las variables monetarias y financieras. Luego de haber alcanzado un pico de casi \$ 4 en los últimos días de junio, el tipo de cambio empezó a experimentar una clara tendencia a la apreciación nominal. Aún cuando la tasa de inflación ya era baja e iba en descenso, la subida de precios internos contribuyó a la apreciación real (Gráfico 2). En ese contexto de expectativas de apreciación y altas tasas de interés, fue recuperándose paulatinamente el apetito por activos locales. Empezaron a retornar los depósitos a los bancos y a crecer la demanda de Lebac y acciones, así como las tenencias de efectivo (véase el Gráfico 1). Este cambio de portafolio a favor de activos domésticos se reflejó en una sistemática caída de las tasas de interés.

La normalización en la actividad financiera disipó las expectativas disruptivas, permitiendo así que se pusiera en marcha la recuperación del gasto doméstico. Es interesante resaltar, sin embargo, que el despegue de la

demanda interna se logró al margen del crédito bancario. En efecto, la recomposición de los depósitos privados fue utilizada por los bancos para recomponer su situación de liquidez dañada por la crisis, proceso que se vio facilitado también por la caída del crédito bancario al sector privado.

En ausencia de financiamiento bancario, el gasto privado se financió principalmente con recursos propios. Hubo un fuerte aumento en las tenencias de dinero en efectivo por parte del público tras la crisis. Se observa que la base monetaria creció significativamente en relación al PIB y al stock total de depósitos, alcanzado niveles atípicos comparados con los años de convertibilidad. Aún cuando el contexto de bajas tasas de interés de los depósitos bancarios haya estimulado ese comportamiento, éste pareciera ser principalmente una secuela más permanente de la crisis financiera.

El mantenimiento de la paridad nominal en un rango de \$2,85 - \$3,1 por dólar se logró en el marco de una política basada en metas cuantitativas de creación monetaria. La misma empezó a aplicarse a partir de 2003, junto con el primer acuerdo alcanzado con el FMI en el período de postconvertibilidad.

Desde entonces, las metas fueron anunciadas a principio de cada año en los sucesivos programas monetarios del Banco Central. En ellos, éste se comprometía a mantener a los agregados monetarios dentro de una banda establecida por el propio organismo. Detrás de esta política subyace la idea de que existe un vínculo entre el nivel de los agregados y la tasa de inflación.

De acuerdo a la carta orgánica del Banco Central, éste debe velar por la estabilidad de precios. La política monetaria instrumentada persiguió dicho objetivo indirectamente, mediante una meta de expansión monetaria, a cuyo cumplimiento se comprometía públicamente a través del programa monetario. Bajo esta orientación, se procuró alcanzar bajas tasas de inflación no sólo mediante una moderada expansión monetaria sino también a través de la influencia que el anuncio tiene sobre las expectativas inflacionarias, actuando como un ancla nominal.

A lo largo de este período el Banco Central no se desentendió de la evolución del tipo de cambio real. La preservación de un tipo de cambio bajo la política monetaria de metas cuantitativas resultó una empresa no exenta de dificultades. En efecto, una vez que el entorno financiero logró estabilizarse a mediados de 2002, las intervenciones del organismo procuraron contener las

tendencias a la apreciación. En un comienzo, las expansiones de la base monetaria provocadas por las intervenciones del Banco Central fueron fácilmente absorbidas por el sector privado, dado el contexto de iliquidez reinante, la rápida recuperación económica y la “atípica” preferencia por la liquidez mostrada tras la crisis.

Con el tiempo, sin embargo, empezaron a manifestarse preocupaciones respecto a los efectos inflacionarios que podía tener el veloz ritmo de expansión monetaria. A partir de comienzos de 2003 la autoridad monetaria decidió emplear una política menos expansiva. Así, comenzó gradualmente a lidiar con dos objetivos “potencialmente” conflictivos: la preservación de un tipo de cambio a través de las intervenciones en el mercado de cambios y, al mismo tiempo, atenerse a los estrictos márgenes de creación monetaria establecidos en sus programas monetarios para atender el objetivo de estabilidad de precios.

Se observa que luego de la fuerte suba de la liquidez durante el segundo semestre de 2002, siguió una desaceleración gradual en los tres años siguientes. Se observa, también, la creciente necesidad de intervención del Banco Central en el mercado de cambios a fin de evitar las presiones a la apreciación provenientes de la creciente oferta de divisas. Las tendencias opuestas derivadas, por un lado, de la emisión causada por las intervenciones cambiarias y, por el otro, de la desaceleración en la creación monetaria fueron sobrellevadas a través de varios mecanismos compensatorios. En 2003 resultaron especialmente importantes las operaciones de esterilización vía emisión de títulos del Banco Central, las cuales permitieron neutralizar cerca del 75% del “exceso” de expansión monetaria causado por las intervenciones oficiales en el mercado de cambios.

Las necesidades de esterilización aumentaron en 2004. Esto no implicó, sin embargo, un mayor ritmo de emisión de títulos, sino que gracias a otros mecanismos compensatorios que comenzaron a operar, el Banco Central logró incluso reducirlo. Por un lado, una vez que la liquidez bancaria se recompuso, las entidades empezaron a repagar la deuda en forma de redescuentos contraída con la autoridad monetaria durante la crisis financiera de 2001/2002. De este modo, los pagos de capital y, sobre todo, de intereses de esta deuda operaron como una fuente de reducción de la base monetaria en 2004. A

principios de 2005, el Banco Central lanzó un programa permitiendo a los bancos acelerar el pago de las amortizaciones de su deuda, el cual reforzó sustancialmente este mecanismo de contracción.

El Tesoro también contribuyó a absorber el “exceso” de expansión monetaria causado por las intervenciones oficiales en el mercado de cambios. Mientras que en 2002 se había observado un flujo neto positivo de financiamiento al Tesoro, desde principios de 2003, la mejora de las cuentas públicas permitió que las transacciones entre el gobierno y el Banco Central operaran como factor contractivo de la base monetaria. Las compras de reservas internacionales con recursos fiscales dieron lugar a un promedio mensual de reducción monetaria de \$543 millones en 2004 y de \$ 283 millones en 2005. El propósito principal de estas operaciones fue cumplir con el servicio de la deuda con las instituciones multilaterales.

La contribución del superávit fiscal al manejo de las políticas monetaria y cambiaria no se agota allí. El gobierno, principalmente a través del Banco Nación, intervino activamente en el mercado de cambios para alivianar la carga del BCRA. Estas operaciones comenzaron en 2002 y se fueron extendiendo gradualmente hasta convertirse en un instrumento de relativa importancia en los años posteriores.

A pesar de la capacidad mostrada en el cumplimiento de los objetivos monetario y cambiario durante 2003 y 2004, la evolución macroeconómica en 2005 empezó a dar señales de crecientes dificultades en el manejo simultáneo de ambas políticas. A fin de debilitar las presiones a la apreciación en el mercado de cambios y alivianar las necesidades de esterilización del Banco Central, en junio de 2005, el gobierno decidió introducir controles sobre la cuenta capital del balance de pagos. En lo sustancial, las medidas establecieron que los ingresos de capitales (excluyendo aquellos dirigidos al financiamiento de emisiones primarias de deuda pública y privada, transacciones de comercio exterior e inversiones extranjeras directas) están sujetos a un encaje no remunerativo del 30% por un lapso no menor a 365 días. La estrategia, inspirada en la experiencia chilena de los años noventa, procuró desalentar los movimientos de capitales de corto plazo y dotar a la autoridad monetaria de mayores grados de libertad. Los controles, sin embargo, dejaron márgenes para evadir el encaje y durante su vigencia no ha

habido evidencia de que el ingreso de capitales tendiera a desacelerarse. Los analistas locales convienen en que los controles son inefectivos, mientras que las propias autoridades han reconocido que el valor de la norma reside fundamentalmente en señalar el compromiso oficial de preservar una paridad real competitiva, más que en el control efectivo sobre los flujos de capitales.

En este contexto, muchos analistas sugieren que el gobierno se embarcó en una política inconsistente porque el manejo simultáneo del tipo de cambio y el control de la inflación constituyen objetivos incompatibles. Tal como lo postula el conocido trilema de una economía abierta, en un país integrado al mercado financiero internacional el gobierno no puede conducir una política monetaria activa y al mismo tiempo controlar el tipo de cambio. En el caso de la reciente experiencia argentina, el principal signo de dicha incompatibilidad se reflejaría en la gradual aceleración de la tasa de inflación iniciada en 2005. De acuerdo a esta visión, el Banco Central debería abocarse a combatir las presiones inflacionarias, elevando las tasas de interés y dejando flotar (apreciar) al peso.

III. Contexto Económico Previo

Antes de entrar en la descripción detallada de cada una de las medidas del período 2011/2015, objeto central del presente trabajo, debemos situarnos en el contexto económico del año 2011 por el cual se tomaron tales acciones. Para ello, haré referencia a distintos diagnósticos de diferentes reconocidos economistas ⁽⁵⁾.

Según Martín Rapetti ⁽⁶⁾, en los años 2009/2010, los precios habían subido casi 50%, los salarios más cerca de 60% y el dólar sólo se había ajustado alrededor de 10%. En ese momento la apreciación cambiaria era alta, aunque el tipo de cambio real todavía no había perdido tanta competitividad. Esta dinámica era inconsistente y la lógica decía que el Gobierno iba a acelerar el ritmo de devaluación después de las elecciones de octubre (2011). Por ese motivo, durante los meses previos hubo una corrida hacia al dólar.

Pero, finalmente, el Gobierno optó por no devaluar, y para cortar la sangría de capitales y contener la demanda de dólares decidió imponer un

cepo cambiario. En situaciones de pánico, los controles transitorios son necesarios para dar un poco de certidumbre. Pero en ese caso, existían desequilibrios preexistentes que hicieron que los controles incrementaran la presión de la olla.

En cambio, José Rutman ⁽⁷⁾ consideraba que el cepo cambiario fue la respuesta de política económica elegida frente a la caída de reservas internacionales del BCRA, reflejo directo de la salida de capitales que ya se verificaba desde 2008.

⁽⁵⁾ <http://www.eleconomista.com.ar/2014-10-a-3-anos-del-cepo/>

⁽⁶⁾ Economista, investigador del Cedes, Conicet, IIEP y profesor de grado y posgrado de la UBA.

⁽⁷⁾ Consultor de organismos financieros internacionales en temas regulatorios y de supervisión del sistema financiero, banca central y mercado de valores.

Los factores que motivaron la salida de capitales no fueron externos sino internos. Se originaron en la desconfianza sobre medidas de la política económica y el marco institucional. A título de ejemplo, pueden citarse: la distorsión en las estadísticas del INDEC (incluyendo la intervención de dicho organismo), la estatización de las AFJPs e YPF; la modificación de la Carta Orgánica del BCRA; el creciente gasto público y déficit fiscal financiado con emisión monetaria; la distorsión de precios relativos y, desde mediados de 2014, la medida judicial que impide el pago de deuda pública bajo legislación extranjera.

Para Marcelo Capello ⁽⁸⁾, las causas que llevaron al cepo cambiario fueron varias; las mismas se fueron gestando especialmente desde 2007 y condujeron a un denominador común a partir del eleccionario año 2011: la pérdida de reservas en el BCRA. Luego del récord de reservas alcanzado en febrero de 2011, cuando sobrepasaron US\$ 52.000 millones, éstas comenzaron rápidamente a bajar.

El contexto era complejo: pérdida de competitividad cambiaria que complicó exportaciones y alentó importaciones; escasa confianza generada por la economía argentina hacia el resto del mundo (que desalentó entrada de capitales reales y financieros) y, especialmente, una creciente desconfianza

inducida hacia los agentes económicos internos. Se había gestado la percepción de un modelo insostenible desde lo fiscal y externo, con fuerte devaluación esperada incluida, que aceleró la fuga de capitales.

Todos los autores coinciden que el cepo cambiario fue una medida económica tomada para evitar la fuga de divisas, y por ende la caída de las reservas internacionales. Al no poder controlar la oferta y no ajustar mediante precio, el gobierno tomó el camino de restringir por el lado de la demanda.

¿Pero cuáles fueron los motivos de la pérdida de reservas que llevaron a la instalación del cepo cambiario? .A continuación desarrollaremos los principales:

⁽⁸⁾ Economista y Presidente del IERAL (Fundación Mediterránea).

I. Balanza Comercial ⁽⁹⁾

El saldo de la balanza comercial cae un 11% en 2011 con respecto al año anterior. Esta caída obedece a un aumento del 24 % de las exportaciones y del 31 % de las importaciones. A pesar del aumento del 24 % de las exportaciones correspondiente a un 16% en el precio y un 6 % en la cantidad exportada, no pudo superar el aumento de las importaciones en todos los rubros destacándose los combustibles y lubricantes, vehículos automotores de pasajeros, bienes intermedios y piezas y accesorios para bienes de capital.

Gráfico N° 1

República Argentina. Periodo 2001-2011



Fuente: elaboración personal en base a datos del INDEC

II. Balanza de Turismo ⁽¹⁰⁾

Desde el año 2002 que la balanza de turismo no era negativa. En 2011 el saldo negativo es de 1.124 millones de dólares. La apreciación desmedida del tipo de cambio hace que visitar a la Argentina sea más caro y menos frecuente para los extranjeros, y más barato/frecuente para los argentinos que viajan al exterior.

⁽⁹⁾ http://www.indec.gob.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=2&id_tema_3=40

⁽¹⁰⁾ <http://www.economis.com.ar/el-deficit-comercial-turistico-y-una-propuesta-tributaria-para-incentivar-el-turismo-interno-en-argentina/>

Gráfico N° 2

República Argentina. Período 2002-2014. En millones de USD



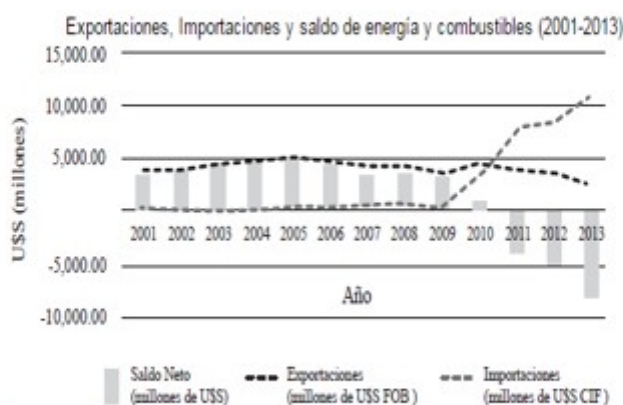
Fuente: IERAL en base a BCRA

Balanza Energética ⁽¹¹⁾

En el año 2011 la Argentina cae en un déficit de 2.800 millones de dólares. La falta de inversiones en el sector y los crecientes subsidios fueron las principales causas que llevaron a caer en un déficit energético después de 20 años de superávit. Cabe destacar el aumento de las importaciones de combustibles a partir del año 2009.

Gráfico N° 3.

República Argentina. Período 2001-2013



Fuente: Secretaría de Energía de la Nación. Importaciones y exportaciones de Diesel Oil, Fuel Oil, Gas Natural, Gas Oil, Gasolina Natural, GLP, Naftas, Petróleo y Propano.

⁽¹¹⁾ http://bibliotecadigital.uns.edu.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2525-12952015002200003&lng=en&nrm=iso

III. Deuda externa argentina ⁽¹²⁾

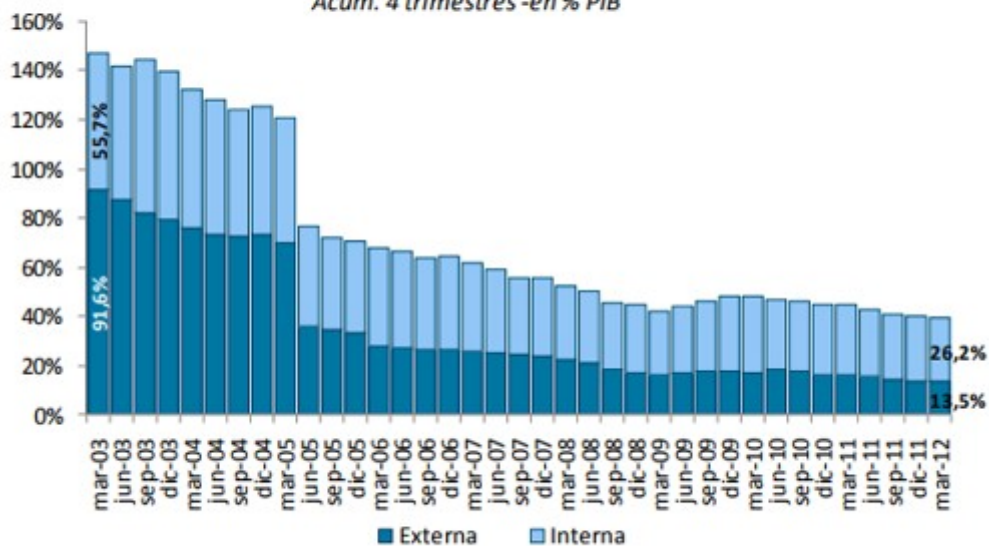
La política de desendeudamiento aplicada desde el año 2002 tuvo un fuerte impacto en el nivel de reservas internacionales. Las renegociaciones de deuda de 2005 y 2010, la estatización de las AFJPs y principalmente la cancelación anticipada de la deuda con el FMI en el año 2006, tuvieron un impacto decreciente en el nivel de endeudamiento.

Gráfico N° 4

República Argentina. Período Mar 2003 – Mar 2012

Deuda externa, interna y total del SPNNF

Acum. 4 trimestres -en % PIB



Fuente: www.economia.gob.ar

(12) <https://www.economia.gob.ar/basehome/pdf/indicadores.pdf>

IV. Medidas Adoptadas Período 2011-2015

I. 04/04/2011 Com "A" 5198 BCRA

En los casos de personas jurídicas del sector privado no financiero que no son sujetos del impuesto a las ganancias, cuando se supere a lo largo del año calendario el equivalente de dólares estadounidenses doscientos cincuenta mil (US\$ 250.000), la entidad interviniente deberá contar con balance contable cerrado y auditado y declaración jurada sobre el origen de los fondos aplicados a la compra en el mercado de cambios.

II. 31/10/2011 Com "A" 5239 RG 3210/11 BCRA/AFIP (Impositiva)

Creación del Programa de Consultas de Operaciones Cambiarias. A través del mismo, los contribuyentes deben realizar una solicitud previa con clave fiscal ante la AFIP para la realización de operaciones cambiarias (billetes o divisas cualquier sea su destino).

Tal organismo informa si está habilitado para realizar tal operación. El monto en moneda local destinado a la compra es del 40% de sus ingresos. Posteriormente, las entidades autorizadas deben consultar y registrar tales operaciones mediante el sistema informático creado a tal fin.

III. 11/11/2011 Com "A" 5245 BCRA

El BCRA establece la obligatoriedad de la consulta y registro de las operaciones cambiarias con clientes mediante el Programa de Consultas de Operaciones Cambiarias creado por la RG 3210/11 de AFIP. Además, requiere que las operaciones de formación de activos externos sin destino específico

deben validarse por tal programa. Por último, establece excepciones a la validación (no al registro y consulta) como ser:

III.1 Compras correspondientes a organismos internacionales e instituciones que cumplan funciones de agencias oficiales de crédito a la exportación;

III.2 Compras que correspondan a operaciones de gobiernos locales;

III.3 Compras de empleados de gobiernos locales que no estén integrados al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), hasta tanto se implementen las medidas necesarias para dicha integración y durante un plazo máximo de 30 días corridos a partir del 31/10/11 inclusive, en la medida que la operación se realice en la entidad financiera en la cual se acredite el pago de los sueldos y por hasta un monto máximo equivalente al monto del último sueldo percibido del gobierno local;

III.4 Operaciones que realicen dentro de los 15 días corridos a partir del 31.10.2011 inclusive, las personas físicas con la aplicación de los fondos de préstamos hipotecarios en moneda local otorgados por entidades financieras locales para la compra de vivienda, y en la medida que el monto adquirido sea destinado simultáneamente al pago del inmueble objeto del préstamo. y

III.5 Operaciones que se realicen en el período de 30 días corridos a partir del 31/10/11 inclusive, las personas físicas que apliquen a la compra de billetes en moneda extranjera, los fondos resultantes del ingreso del cobro de jubilaciones y pensiones percibidas del exterior, con boletos de cambio concertados desde el 31/10/11 inclusive.

IV. 12/11/2011 Com "A" 5246 BCRA

Se excluye de la base de cálculo para la determinación del requerimiento de integración mínima diaria en moneda extranjera, el defecto de aplicación de recursos en moneda extranjera. Es decir, las entidades autorizadas podrán disponer de los dólares que excedan el 20 % de encaje, y que no estén colocados. Esta medida tiene como objetivo responder a la demanda creciente de moneda extranjera por parte de los clientes.

V. 18/11/2011 Com "A" 5249 BCRA

El BCRA establece una prórroga -sin límite de tiempo- de la excepción establecida en el punto 2.d de la Com "A" 5245 (aplicación de un crédito hipotecario en moneda local para la adquisición de moneda extranjera y su posterior aplicación en la compra de vivienda)

VI. 13/12/2011 Sin Normativa BCRA

Según lo dispuesto por el BCRA, las entidades bancarias deben enviarle en detalle con todas las operaciones relacionadas con la compra de dólares para los próximos 10 días hábiles. Además, todas las transferencias al exterior mayores a USD 500.000 deben ser previamente autorizadas por la Mesa del Banco Central.

VII. 01/02/2012 RG 3252/12 AFIP (Aduana)

Se pone en vigencia la Declaración Jurada Anticipada de Importación. La misma tiene como objetivo informar previamente a los organismos competentes, de acuerdo a la naturaleza de la mercadería a importar u otras condiciones establecidas, las operaciones de compras con el exterior. Tales organismos deben expedirse en un plazo de 72 horas, comunicando las novedades producidas y, en su caso, las circunstancias que motivan las observaciones formuladas así como el organismo ante el cual deberán comparecer a los fines de su regularización, de corresponder. El número de la "DECLARACION JURADA ANTICIPADA DE IMPORTACION (DJAI)" deberá ser informado y registrado en el Sistema de Control de Operaciones Cambiarias establecido por la Resolución General N° 3210/11, en todos los casos en que dicha declaración sea requisito para el registro de la destinación definitiva de importación a consumo.

VIII. 03/04/2012 Com "A" 5294 BCRA

Se establece que los retiros de moneda extranjera con el uso de tarjetas de débito locales desde cajeros automáticos ubicados en el exterior, deberán ser efectuados con débito a cuentas locales del cliente en moneda extranjera.

IX. 24/04/2012 Resolución 142/12 Ministerio de Economía

La resolución 142/12 y complementarias (187/12, 231/12) del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas modifica la resolución 269/01 de la ex

Secretaría de Comercio modificando los plazos de ingresos de divisas de los exportadores dependiendo de:

- IX.1 Tipo de producto embarcado (30, 90 y 360 días corridos)
- IX.2 Vinculación entre las partes (en este caso, dependen también de la radicación de la matriz y del tipo de producto embarcado)
- IX.3 Volumen de exportaciones registrado en el año 2011 (aplican plazos anteriores)
- IX.4 Contratos preexistentes (aplican plazos anteriores).
- X. 09/05/2012 Sin Normativa AFIP (Impositiva)

Se reduce del 40 % al 25 % el monto de los ingresos destinado a la adquisición de moneda extranjera por parte de particulares.

- XI. 13/06/2012 Sin Normativa AFIP (Impositiva)

La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) anuló la posibilidad de hacer una facturación electrónica en dólares, modalidad que usan grandes empresas del agro que venden a productores agropecuarios y distribuidoras del interior.

- XII. 15/06/2012 Sin Normativa AFIP (Impositiva)

La Consulta de Operaciones Cambiarias limita a 3 destinos la adquisición de moneda extranjera a particulares: para viaje, para compra de inmuebles u otros destinos. Para la última opción, se informan compra de autos y motos, maquinaria agrícola e industrial, aeronaves, embarcaciones, instrumental médico o equipamiento científico o de laboratorio. En resumen, se elimina la adquisición de moneda extranjera para ahorro.

- XIII. 25/06/2012 Resolución 305 Ministerio de Economía

La resolución 305, firmada por el ministro de Economía Hernán Lorenzino, fija un nuevo plazo de hasta 180 días para el ingreso al sistema financiero de las divisas provenientes de operaciones de exportación.

- XIV. 05/07/2012 Com "A" 5318 BCRA

Se permite el acceso al mercado de cambios por el concepto de viajes y turismo, aunque previa validación fiscal de cada operación. Lo mismo para el

caso de la compra de moneda extranjera por los montos correspondientes a créditos hipotecarios que no sean de corto plazo, que hubieran gestionado carpetas preacordadas a la entrada en vigencia de la presente norma (06/07/2012) y hasta el 31/10/2012. El punto más importante es la suspensión del acceso al mercado local de cambios para la compra de activos externos sin aplicación a un destino específico previsto en el punto 4 del Anexo a la [Comunicación "A" 5236](#), lo que marca una fuerte restricción para el giro de divisas al exterior (para la realización de inversiones directas, fideicomisos, etc.).

XV. 08/08/2012 Resolución 608 CNV

A través de la resolución general 608, la CNV estableció que las administradoras de fondos deberán empezar a valorar los activos extranjeros y las divisas que tienen en cartera al tipo de cambio del Banco Nación y ya no al valor del dólar libre que usaba la mayoría de las sociedades.

XVI. 13/08/2012 RG 3356 AFIP (Impositiva)

La persona que pretenda viajar al exterior podrá acceder a la compra de la moneda de curso legal o de uso corriente en el país de destino. Por ejemplo, si se viaja a Uruguay se podrá adquirir pesos uruguayos; si se viaja a Brasil, reales; o a Paraguay, guaraníes. Además, para la validación de las operaciones de compra de moneda extranjera en concepto de turismo y viajes al exterior requerirá que los datos declarados por el potencial adquirente sean confirmados por la empresa de transporte aéreo, marítimo, fluvial o terrestre, o, en su caso, por el operador turístico interviniente.

XVII. 21/08/2012 Sin Normativa Entidades Financieras

Las empresas operadores de tarjetas de crédito optaron por deshabilitar la posibilidad de que los clientes anticipen los pagos de consumos en dólares. Sólo podrán pagar con pesos exactamente los cargos que figuren a fin de mes en el resumen de cuenta.

XVIII. 30/08/2012 Sin Normativa AFIP (Impositiva)

Quienes necesiten comprar divisas para viajar al exterior sólo podrán hacerlo cuando tramiten su adquisición en un plazo no superior a los siete días

previos a su partida. La idea de estandarizar un plazo intenta "ordenar la demanda" y evitar que se declaren viajes que luego no se realizan.

XIX. 01/09/2012 RG 3378 AFIP (Impositiva)

Se establece una percepción del 15% sobre el monto total de los consumos en otros países. Esta percepción se aplicará sobre los gastos generales y será utilizada para pagar a cuenta obligaciones impositivas, como Bienes Personales o Ganancias. Se extiende a las compras que se realicen en el exterior con tarjetas de débito o a través de Internet, el recargo del 15% que rige para las transacciones de este tipo que se cancelen con tarjetas de crédito.

XX. 06/09/2012 Com "A" 5351 BCRA

El BCRA limitó a bancos públicos la operatoria en [puertos y aeropuertos internacionales](#). Se argumentó la decisión luego de detectar prácticas abusivas en la compra de dólares a turistas extranjeros. Podrán hacer operaciones de compra de moneda extranjera a no residentes por importes de hasta 500 dólares o su equivalente en otras monedas, por cliente y por estadía.

XXI. 12/09/2012 Resolución 808 Jefatura de Gabinete

El ordenamiento de viajes de todos los agentes de la administración está guiado por los criterios fijados en la Resolución General AFIP 3356, que establece el Programa de Consulta de Operaciones Cambiarias. Como consecuencia, los funcionarios y agentes públicos que realizan comisiones fuera del país se ajustan a estos procedimientos, garantizando la igualdad de trato entre todas y todos los ciudadanos argentinos.

XXII. 18/10/2012 Com "A" 5361 BCRA

El BCRA exige a las entidades financieras informar a la Gerencia Administrativa Judicial de tal organismo, aquellas instrucciones judiciales que ordenen operaciones de venta de moneda extranjera y que las mismas no puedan encuadrarse bajo la normativa cambiaria vigente. Es una clara demostración de conflicto de poderes, donde el Poder Judicial ordenaba la venta de dólares y el Poder Ejecutivo la denegaba.

XXIII. 15/03/2013 Com "A" 5405 BCRA

Todos los bancos y emisores de tarjetas de crédito y débito deberán contar con autorización previa para abonar consumos (directos o indirectos) de juegos de azar y cualquier tipo de apuestas. En estos casos, los emisores deberán tener una conformidad previa antes de la aplicación de las tarjetas al pago de dichos consumos. Bajo este régimen quedan alcanzados todo tipo de juegos: casino, carreras de caballo, loterías, apuestas deportivas, apuestas a través de sitios web, póker virtual y otros.

XXIV. 18/03/2013 RG 3450 AFIP (Impositiva)

La Administración Federal de Ingresos Públicos decidió elevar del 15 al 20% la percepción que cobra como adelanto de impuesto a las Ganancias y Bienes Personales en los consumos con tarjetas de crédito y débito efectuados en el exterior del país. Además, ahora el recargo será extensivo para la compra de paquetes turísticos, pasajes y otros servicios vinculados.

XXV. 15/06/2013 Sin Normativa BCRA

El BCRA reduce a USD 300.000 el monto que los importadores y operadores de turismo puede girar al exterior diariamente sin solicitar una autorización previa a los operadores de la mesa del BCRA.

XXVI. 04/12/2013 RG 3550 AFIP (Impositiva)

Subió del 20 al 35% el recargo a los consumos en dólares con tarjeta y al turismo, e incluyó en la normativa las compras de billetes por parte de viajeros en el mercado oficial, que hasta ahora estaban exentas.

XXVII. 21/01/2014 RG 3579 AFIP (Aduana)

Quienes compren mercancías en el exterior por Internet deberán completar previamente una declaración jurada. Además, cuando se supera ese límite se debe pagar un impuesto equivalente al 50% del valor de la compra, incluyendo los costos de envío.

XXVIII. 22/01/2014 RG 3582 AFIP (Aduana)

Para quienes hagan compras superiores a los 25 dólares por año en mercancías, deberán seguir las condiciones que establece el Régimen General de Importación, lo que implica una traba para su ingreso.

XXIX.	27/01/2014	RG 3583	AFIP (Impositiva)
-------	------------	---------	-------------------

Se modifican los requisitos para comprar dólares para ahorro. Se deberá tener un ingreso mínimo mensual de \$7200. No se podrá comprar más de US\$ 2000 por mes. Se podrá destinar un 20% del sueldo a la adquisición de moneda extranjera. En caso de depositar las divisas en una caja de ahorro o plazo fijo en dólares no se aplicará el recargo del 20% como anticipo del Impuesto a las Ganancias.

XXX.	10/09/2014	Sin Normativa	BCRA
------	------------	---------------	------

El BCRA reduce a USD 150.000 diarios los pagos de importación y pagos por turismo sin consulta previa a la Mesa del BCRA.

XXXI.	28/10/2015	Sin Normativa	BCRA
-------	------------	---------------	------

El BCRA reduce a USD 75.000 diarios los pagos de importación y pagos por turismo sin consulta previa a la Mesa del BCRA.

XXXII.	16/11/2015	Sin Normativa	BCRA
--------	------------	---------------	------

El BCRA reduce a USD 50.000 diarios los pagos de importación y pagos por turismo sin consulta previa a la Mesa del BCRA.

XXXIII.	02/12/2015	Sin Normativa	BCRA/CNV
---------	------------	---------------	----------

Se suspenden las operaciones de venta para tenencia y operaciones con futuros.

V. Conclusiones:

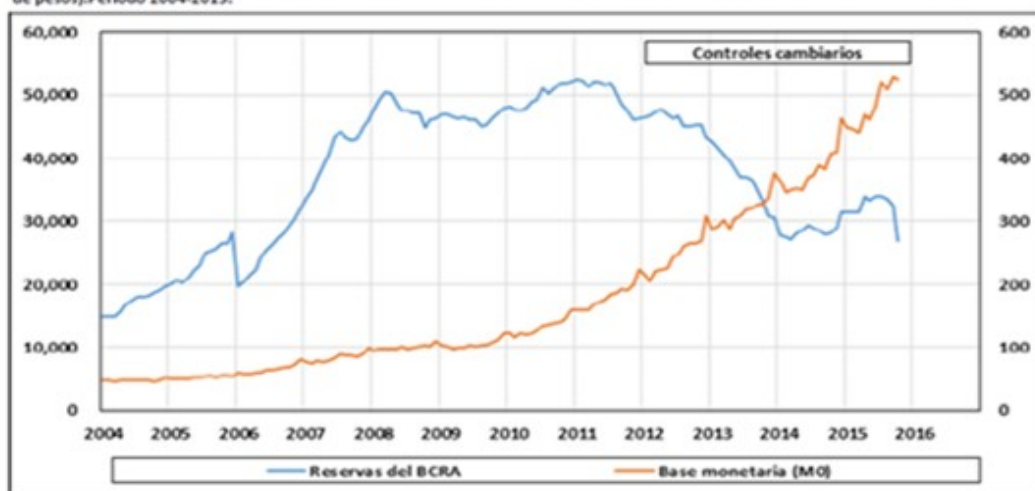
En primer lugar, analizaremos la evolución de las reservas internacionales. El 26 de enero de 2011 las reservas internacionales alcanzaron un record de USD 52.654 millones de dólares. Objetivamente, los controles cambiarios impuestos a partir de noviembre de 2011 pudieron prevenir la caída de reservas internacionales hasta mediados de mayo de 2012, pero las reservas retomaron su tendencia bajista a partir de esa fecha. Se muestra un gráfico que lo evidencia (¹³):

(13) Bolsa de Comercio de Santa Fe, Santa Fe, Análisis de la brecha en el mercado cambiario minorista período 2007-2015, 2015

Gráfico N° 1

República Argentina. Período 2004 – 2016

Evolución de las reservas del BCRA (eje izquierdo, en millones de dólares) y la base monetaria (eje derecho, en miles de millones de pesos). Período 2004-2015.



Fuente: Bolsa de Comercio de Santa Fe, Análisis de la brecha en el mercado cambiario minorista período 2007-2015, 2015

Para poder argumentar el por qué de la ineficacia de tales controles a mediano plazo, hay que analizar las demás variables de la economía. Retomando las experiencias históricas, los controles cambiarios adoptados durante el período 1931-1945 y 1964-1966 tuvieron un denominador común para justificar su éxito: moderados desvíos monetarios y fiscales. Si analizamos el vertiginoso ascenso de la base monetaria del período 2011-2015, vemos que la misma alcanzó casi los 500 mil millones de pesos en 2015, comenzando con un numeral de un poco más de 150 mil millones en 2011.

La masa monetaria alcanzó el 28,94% del PBI (cercano al record histórico del 31.85% del año 2000) ⁽¹⁴⁾. Como la depreciación del tipo de cambio fue sustancialmente menor al aumento de la base monetaria y la inflación general de los precios, ese exceso de liquidez impacta sobre la demanda de moneda extranjera. Y al no poder canalizar esa demanda sobre el mercado

oficial, la misma se vuelca sobre el mercado paralelo, dando creación al mercado "blue". A continuación mostraremos un gráfico que demuestra la variación del tipo de cambio oficial y paralelo durante el período 2011/15⁽¹⁵⁾:

(14) <https://datos.bancomundial.org/indicador/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?locations=AR&view=chart>

(15) Bolsa de Comercio de Santa Fe, Análisis de la brecha en el mercado cambiario minorista período 2007-2015, Santa Fe, 2015



Fuente: Bolsa de Comercio de Santa Fe, Análisis de la brecha en el mercado cambiario minorista período 2007-2015, 2015

Tal como lo establece el trilema de las economías abiertas, el control sobre el tipo de cambio y aumento de la base monetaria hace que necesariamente no pueda existir libertad de movimiento para el flujo financiero de capitales. Consecuentemente la fuga de capitales tuvo un impacto sustancial en el nivel de reservas internacionales. Al momento de instalar el cepo cambiario (2011), la fuga de capitales alcanzó un techo de USD 21.571 millones de dólares. Solo comparable con la fuga en la crisis inmobiliaria de EE.UU en el año 2008.

Durante el período analizado pudo ser contenida y reducida, pero luego vuelve a incrementarse una vez desarticulado el cepo a partir del año 2016. Para ilustrar el volumen de la fuga de capitales en 2011-2015, presentamos el siguiente gráfico ⁽¹⁶⁾:

(16) Centro de Economía Política Argentina, Observatorio Monetario y Financiero; El negocio financiero y la fuga de dólares, 2017

Gráfico N° 3

República Argentina. Periodo 2004 – 2016



Fuente: Centro de Economía Política Argentina

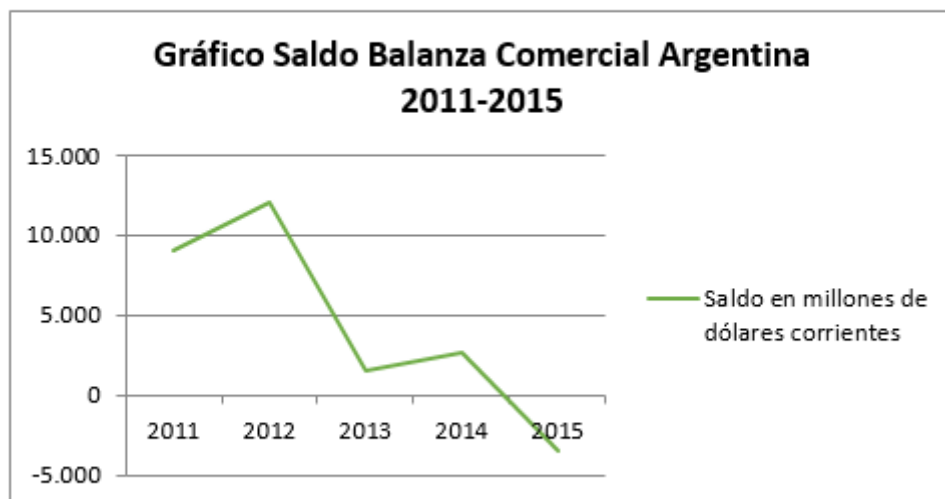
Pero si la fuga de capitales se pudo contener, ¿por qué las reservas internacionales cayeron tan pronunciadamente?. Esto se explica por el resultado de las demás balanzas y el impacto del cepo cambiario en el comercio exterior.

En lo que respecta a la balanza comercial, los ingresos provenientes del sector exportador no eran suficientes para cubrir las necesidades de divisas de los importadores. El sector agroexportador fue el más perjudicado, ya que el aumento de los costos y la estabilidad de tipo de cambio, hicieron perder competitividad al sector.

Ante la creciente necesidad de divisas para financiar la fuga de capitales, la reducción del saldo de la balanza comercial y la política de

desendeudamiento; necesariamente la economía debía ajustar mediante el tipo de cambio.

Gráfico N° 4
República Argentina. Período 2011 – 2015



Fuente: elaboración propia con datos del INDEC

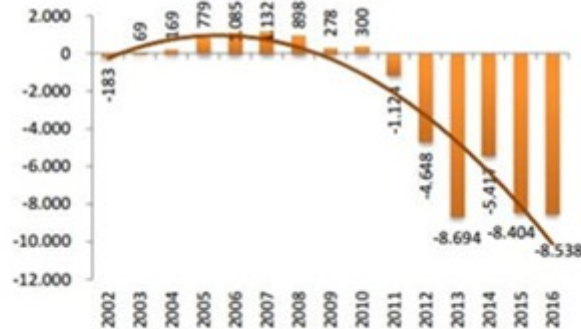
Como podemos observar, el saldo de la balanza comercial fue negativo por 3.420 millones de dólares en el año 2015, después de más de 15 años de superávit comercial (último déficit año 1999). El retraso en el tipo de cambio y el aumento constante de los costos internos justificaron la reticencia de los exportadores a liquidar las divisas por el mercado oficial. A pesar de existir, en ese momento, una obligación de liquidar las divisas en el mercado único y libre de cambios. Y como pudo analizarse en el conjunto de medidas detalladas, el BCRA fue el principal ente en tratar de contener la fuga de divisas mediante un conjunto de medidas restrictivas.

Las exportaciones argentinas alcanzaron unos 56.000 millones de dólares 2014, contra casi 83.000 millones de dólares en 2011. Las importaciones se mantuvieron alrededor de los 70.000 millones de dólares. Manteniendo el nivel de precios pero disminuyendo en cantidad. Otros motivos que complementan el retraso cambiario como causa de la baja en el nivel de exportaciones fueron: la caída de los precios internacionales de los commodities, la reducción de la demanda de Brasil y la baja de importaciones de insumos que aumentan la capacidad de exportación en el futuro.

Gráfico N° 5

República Argentina. Periodo 2002-2016

Balance de divisas por turismo y compras con tarjetas de crédito en el exterior
Años 2002 – 2016
Millones de dólares



Fuente: www.economis.com.ar

En lo que respecta a la balanza de turismo ⁽¹⁷⁾, el rojo alcanzó unos 8404 millones de dólares en 2015. Los argentinos en el exterior hicieron uso del “dólar barato” y realizaban altos consumos y extracciones de efectivo por el tipo de cambio favorables, a pesar que tales operaciones estaban alcanzadas por un recargo del 35% por impuesto a las ganancias.

Gráfico N° 6

República Argentina. Periodo Jul 2011 – Ene 2016



Fuente: www.bcra.gob.ar

⁽¹⁷⁾ <http://www.economis.com.ar/el-deficit-comercial-turistico-y-una-propuesta-tributaria-para-incentivar-el-turismo-interno-en-argentina/>

Por último, otro factor importante que posibilitó la pérdida de reservas internacionales fue la caída de los depósitos en moneda extranjera durante el período 2011-2015⁽¹⁸⁾. La pérdida de confianza por parte de los depositantes hizo que los privados prefirieran atesorar sus dólares en cajas de seguridad, o en bancos en el exterior como Uruguay o EE.UU. Al igual que las grandes empresas multinacionales remitían fondos a sus casas matrices. Como resultado, los depósitos pasaron de 15 mil millones a mediados de 2011 a un piso de menos de 7 mil millones en 2014.

Como reflexión final, podemos afirmar que una política económica restrictiva dirigida a un activo particular, como lo fue el cepo cambiario sobre las divisas en reserva del BCRA durante el período 2011-2015, afecta principalmente la confianza y las expectativas de los agregados económicos. Tales medidas pueden resultar efectivas en el corto plazo, siempre y cuando no existan desequilibrios en el resto de las variables macroeconómicas.

Pero si los partícipes de una economía perciben que existen razones más profundas y fundamentales que originan tales desequilibrios, la economía ingresa en una espiral de demanda de divisas creciente, desarticulando cualquier intento de restricción potencial, afectando, en este caso puntual, a la balanza de pagos.

Concomitantemente con el ingreso de divisas por Inversión Extranjera Directa y el ahorro interno, el ingreso genuino de divisas comerciales provenientes del exterior permite lograr un equilibrio en el sector externo y un crecimiento de la economía a largo plazo, motivo por el cual todos los países insisten en incentivar y desarrollar un sector exportador pujante y competitivo, ubicando al Comercio Exterior como un ámbito estratégico en el crecimiento sostenido de cualquier economía mundial.

⁽¹⁸⁾ <http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol0116.pdf>

VI. Anexo - Marco Teórico

VI.1. Balanza de Pagos ⁽¹⁹⁾

La balanza de pagos es un documento contable que resume las transacciones económicas entre residentes y no residentes durante un período de tiempo determinado. Se considera residente de un país a toda persona física o jurídica cuyo centro de interés económico o actividad principal se encuentra dentro de la frontera de ese país.

Internacionalmente se acepta que una persona física se presume residente de un país, si permanece o tiene intención de permanecer en el país por un año o más. En el caso de las personas jurídicas, la residencia se considera dada cuando éstas producen una cantidad significativa de bienes o prestan una cantidad significativa de servicios en el país, para lo cual deberán mantener un establecimiento productivo durante un año o más.

La balanza de pagos comprende la cuenta corriente y capital, donde se registran operaciones de bienes y servicios, ingreso primario (rentas) e ingreso secundario (transferencias), dando como resultado la necesidad de financiamiento externo neto que se solventa con la cuenta financiera.

En la misma, se registra el cambio de propiedad de los activos financieros y pasivos con no residentes y la variación de reservas internacionales.

Cuenta corriente

La cuenta corriente registra las operaciones de bienes y servicios, ingreso primario (renta) e ingreso secundario (transferencias corrientes) entre residentes de la economía y el resto del mundo. Esta cuenta, junto con la Cuenta Capital, dan como resultado la necesidad de financiamiento externo neto. Asimismo, la balanza por cuenta corriente se divide en las siguientes sub-balanzas:

⁽¹⁹⁾ <http://www.observatorio.unr.edu.ar/balance-de-pagos/>.

- I. Balanza Comercial: además de las mercancías generales, las exportaciones e importaciones de bienes incluyen el traslado de bienes para transformación, el valor de las reparaciones y los bienes adquiridos en puertos por medios de transporte.
- II. Balanza de Servicios: el rubro servicios abarca la mayoría de los servicios prestados por residentes a no residentes y viceversa, como por ejemplo los pagos por transportes, viajes, seguros y regalías.
- III. Ingreso Primario: registra la renta obtenida por los factores productivos, trabajo y capital, siendo el componente principal la renta de la inversión. En dicha cuenta se registran los ingresos y egresos de renta derivados de los activos y pasivos financieros externos con un desglose por instrumento similar al de la cuenta financiera. Se excluyen del concepto de renta las ganancias y pérdidas de capital por tenencia de activos.
- IV. Ingreso Secundario (transferencias corrientes): las transferencias se caracterizan por ser transacciones que no tienen contrapartida, es decir, en las cuales una parte entrega un recurso real o financiero a otra, sin recibir valor económico a cambio.

Cuenta Capital

Muestra la disposición neta de activos no financieros no producidos y otras transferencias de capital.

Cuenta de Financiera

Muestra la adquisición y disposición netas de activos financieros y pasivos. La cuenta se subdivide en cinco categorías funcionales:

- I Inversión directa
 - I.1 Inversión directa en el exterior (activo)
 - I.2 Inversión directa en el país (pasivo)
- II Inversión de cartera
 - II.1 Inversión de cartera en el exterior (activo)
 - II.2 Inversión de cartera en el país (pasivo)
- I Derivados financieros
- III Otra inversión
 - IV.1 Activo
 - IV.2 Pasivo
- IV Activos de reserva.
 - V.1 Reservas internacionales del BCRA
 - V.2 Ajuste por tipo de pase

Reservas Internacionales

Comprenden activos externos que están bajo el control del Banco Central, disponibles en forma inmediata para ser empleados. Los activos de reserva incorporan los intereses devengados.

VI.2. Tipo de Cambio y Mercado de Divisas ⁽²⁰⁾

El precio de una moneda en función de otra se denomina tipo de cambio. Ya que el tipo de cambio también es el precio de un activo financiero, los principios aplicables al comportamiento de los precios de estos activos pueden ser considerados, igualmente, en el estudio del comportamiento de los tipos de cambio.

La característica que define un activo es su propiedad de constituir una forma de riqueza, es decir, un medio de transferir poder adquisitivo del presente al futuro. De este modo, el precio actual de un activo viene directamente relacionado con la cantidad de bienes y servicios que los compradores esperan adquirir en el futuro. De forma análoga, el tipo de cambio actual del dólar respecto al euro está estrechamente relacionado con las expectativas sobre este tipo de cambio en el futuro.

⁽²⁰⁾ Paul R. Krugman; Maurice Obstfeld, Economía Internacional, Teoría y Política, Séptima Edición, Capítulo 13, Páginas 327-361, Pearson Education S.A., Madrid, 2006.

Aclaración: en el análisis del tipo de cambio se emplea al dólar estadounidense como moneda local y al euro como moneda extranjera, siguiendo a los autores de la bibliografía.

Los tipos de cambio y las transacciones internacionales

Los tipos de cambio desempeñan un papel fundamental en el comercio internacional, ya que permiten comparar los precios de bienes y servicios

producidos en los diferentes países. El tipo de cambio se puede expresar de dos formas: como el precio de la moneda extranjera en términos de dólares (términos directos) o como el precio de los dólares en términos de la moneda extranjera (términos indirectos).

Tanto los particulares como las empresas utilizan los tipos de cambio para convertir los precios expresados en moneda extranjera en los respectivos precios en moneda nacional. Una vez que los bienes y servicios, nacionales e importados, son expresados en la misma moneda, se pueden obtener los precios relativos que afectan a los flujos del comercio internacional.

Los precios nacionales y los precios extranjeros

Si se conoce el tipo de cambio entre las monedas de dos países, se puede expresar el precio de las exportaciones de un país en términos de la moneda de otro. Las variaciones de los tipos de cambio reciben el nombre de depreciaciones o apreciaciones. Por ejemplo, una depreciación de la libra respecto al dólar es una caída del precio de la libra expresado en dólares. Considerando todos los demás factores constantes, la depreciación de la moneda de un país abarata sus productos para los extranjeros. Un incremento del precio de la libra en función del dólar, representa una apreciación de la libra respecto al dólar y, si supone todo lo demás constante, la apreciación de la moneda de un país encarece sus productos para los extranjeros. Si se recuerda que la depreciación del dólar respecto a la libra es al mismo tiempo una apreciación de la libra respecto al dólar, se llega a la siguiente conclusión: cuando la moneda de un país se deprecia, los extranjeros encuentran que sus exportaciones son más baratas y los residentes nacionales encuentran que las importaciones del extranjero son más caras. Una apreciación de la moneda tiene el efecto contrario: los extranjeros pagan más por los productos de un país y los consumidores nacionales pagan menos por los productos extranjeros.

Los tipos de cambio y los precios relativos

Las demandas de importación y exportación, como cualquier otra demanda de bienes y servicios, vienen condicionadas por los precios relativos. Se puede apreciar como los tipos de cambio permiten, también, a los particulares poder establecer el precio relativo de los bienes y servicios, aunque sus precios vengan expresados en diferentes divisas. Si todo lo demás permanece constante, una apreciación de la moneda de un país incrementa el precio relativo de sus exportaciones, y reduce el precio relativo de sus importaciones. Y al contrario, una depreciación reduce el precio relativo de sus exportaciones, y aumenta el precio relativo de sus importaciones.

Mercado de Divisas

El mercado en el que se intercambian las monedas extranjeras se denomina mercado de divisas. Los principales agentes del mercado de divisas y sus funciones son:

- I. Bancos comerciales: la gran mayoría de las transacciones en el mercado de divisas se realiza a través del intercambio de depósitos bancarios denominados en diferentes monedas.
- II. Multinacionales: las empresas que operan en varios países suelen efectuar pagos o recibir ingresos en monedas diferentes de los países en los que están establecidos.
- III. Instituciones financieras no bancarias: la liberalización de los mercados financieros en el mundo ha fomentado la diversificación de servicios ofrecidos por las instituciones financieras no bancarias a sus clientes, de los cuales la mayor parte coincide con las operaciones ofrecidas por los bancos.
- IV. Bancos centrales: a veces los bancos centrales intervienen en el mercado de divisas. Su impacto puede ser importante para obtener información acerca de cuál será el futuro de la política macroeconómica, que a su vez, puede afectar los tipos de cambio.

Las características del mercado

Aunque una transacción cambiaria puede afectar a dos monedas cualesquiera, la mayoría de las transacciones cambiarias entre bancos se reduce al cambio de otras monedas por dólares estadounidenses. Debido a este papel central en muchas transacciones cambiarias, a veces se denomina al dólar moneda vehicular. Una moneda vehicular es aquella que es ampliamente utilizada para establecer contratos efectuados por partes que no residen en el país emisor de la divisa vehicular.

Los tipos de cambio al contado y los tipos de cambio a plazo

En las transacciones de divisas que se realizan al contado, las dos partes acuerdan cambiar depósitos interbancarios y materializan el acuerdo en forma inmediata. Los tipos de cambio que afectan a estos acuerdos al contado son denominados tipos de cambio al contado (o tipos de cambio spot) y la transacción se llama operación al contado. Las operaciones cambiarias especifican algunas veces la fecha valor futura, puede que a 30 días, 90 días, 180 días o incluso varios años. Los tipos de cambio aplicados a estos acuerdos se denominan tipos de cambio a plazo. Existe una estrecha correlación entre las variaciones de los tipos de cambio al contado y los tipos a plazo.

Swap de divisas

Un swap de divisas es una venta al contado de una moneda, combinada con una recompra a plazo de la moneda. Un swap puede dar lugar a menores costes de intermediación que dos transacciones separadas de venta al contado y a futuro. Los swaps constituyen una porción significativa de todas las operaciones en divisas.

Futuros y opciones

Cuando se compra un contrato de futuros sobre divisas se adquiere una promesa de pago por la que una cantidad de divisas determinada será entregada en una fecha futura dada. Una opción de divisas da a su propietario el derecho de comprar o vender una cantidad determinada de dinero extranjero a un precio especificado en cualquier momento dentro de un periodo de tiempo considerado en el contrato. La otra parte del acuerdo, el vendedor de la opción,

es requerido a que efectúe la compra o la venta de la divisa a petición del titular de la opción, quien no está obligado, por otro lado, a ejercer ese derecho.

La demanda de activos en divisas

La demanda de depósitos bancarios en divisas depende del mismo tipo de influencias que afectan al mercado de cualquier otra clase de activos. La principal es el valor futuro de los depósitos. El valor futuro de un depósito en moneda extranjera depende de dos factores: el tipo de interés que ofrece y la evolución esperada del tipo de cambio de esa moneda frente a otras.

Los activos y sus rentabilidades

La tasa de rentabilidad de un activo es el porcentaje en que aumenta su valor en un periodo determinado. A menudo, no se puede conocer con exactitud la rentabilidad que producirá un activo una vez adquirido. La decisión, por lo tanto, se debe basar en la tasa de rentabilidad esperada. La diferencia porcentual entre el valor esperado en el futuro y el precio que se ha pagado para adquirir el activo es la tasa de rentabilidad esperada en un periodo determinado.

Riesgo y liquidez

Al margen de la rentabilidad, los ahorradores consideran otras dos características importantes en un activo: su riesgo, es decir, la variabilidad que aporta a la riqueza del ahorrador, y la liquidez, es decir, la facilidad con que el activo puede ser vendido o intercambiado por otros bienes.

Los tipos de interés

Para poder comparar las rentabilidades de diferentes depósitos, los agentes del mercado necesitan dos tipos de información: cómo cambiará el valor de sus depósitos y cómo variarán los tipos de cambio. Así pueden expresar de forma homogénea las tasas de rentabilidad esperada, calculadas en diferentes unidades monetarias, para que sea posible la comparación.

Tipos de cambio y rentabilidad de los activos (*)

La tasa de depreciación del dólar con respecto al euro es el incremento porcentual del tipo de cambio del dólar respecto al euro durante un año. Finalmente, la tasa de rentabilidad en dólares de los depósitos en euros es, aproximadamente, el tipo de interés del euro más la tasa de depreciación del dólar respecto al mismo.

El equilibrio en el mercado de divisas

El mercado cambiario se encuentra en equilibrio cuando los depósitos de todas las divisas ofrecen la misma tasa de rentabilidad esperada. La condición de igualdad entre las rentabilidades esperadas de dos depósitos denominados en dos divisas cualesquiera, y expresadas en la misma unidad monetaria, se define como la condición de la paridad de intereses.

Como afectan las variaciones del tipo de cambio a las rentabilidades esperadas

Si todo lo demás permanece constante, la depreciación de la moneda de un país reduce el rendimiento esperado de los depósitos en divisas. Y, por el contrario, la apreciación de la moneda, en ausencia de cambios, aumenta el rendimiento esperado de los depósitos en divisas.

El tipo de cambio de equilibrio

Los tipos de cambio siempre se ajustarán de forma que se cumpla la condición de paridad de intereses. Supongamos que la rentabilidad en euros es inferior a la rentabilidad en dólares. Los propietarios de depósitos en euros intentarán venderlos para adquirir depósitos en dólares. Al aumentar la oferta de euros, el tipo de cambio del dólar respecto al euro cae (el euro se hace más barato en términos de dólares). Hasta llegar a un punto que tanto los depósitos en dólares como en euros ofrecen la misma rentabilidad. El mercado de divisas se encuentra entonces en equilibrio.

Los tipos de interés, las expectativas y el equilibrio

(*) Aclaración: en el análisis del tipo de cambio se emplea al dólar estadounidense como moneda local y al euro como moneda extranjera, siguiendo a los autores de la bibliografía.

El tipo de cambio (que es el precio relativo de dos activos) es sensible a los factores que alteran las tasas de rentabilidad esperada de estos activos.

Si todo lo demás permanece constante, un aumento de los intereses pagados por los depósitos en una divisa origina una apreciación de esa divisa respecto a las demás.

El efecto de las variaciones de las expectativas del tipo de cambio actual

Dado un tipo de cambio de hoy, un aumento del precio futuro esperado de los euros, expresado en dólares, incrementa la tasa de depreciación esperada del dólar. Puesto que un aumento de la tasa de depreciación esperada del dólar incrementa la rentabilidad esperada de los depósitos en euros, se produce un exceso de oferta de depósitos en dólares. Por consiguiente, el dólar se deprecia respecto al euro hasta alcanzar de nuevo el equilibrio. Llegamos a la conclusión de que, suponiendo todo lo demás constante, un aumento del tipo de cambio futuro esperado da lugar a un aumento del tipo de cambio actual. Análogamente, una caída del tipo de cambio futuro esperado se traduce en una disminución del tipo de cambio actual.

VI.3. Los tipos de interés y los tipos de cambio ⁽²¹⁾

La demanda agregada de dinero

La demanda agregada de dinero es la demanda total de dinero de todos los particulares y todas las empresas de una economía. La demanda agregada de dinero es la suma de todas las demandas individuales de dinero de una economía. Tres factores principales determinan la demanda agregada de dinero:

⁽²¹⁾ Paul R. Krugman; Maurice Obstfeld, Op. cit 363-395

Aclaración: en el análisis del tipo de cambio se emplea al dólar estadounidense como moneda local y al euro como moneda extranjera, siguiendo a los autores de la bibliografía.

- I. El tipo de interés. Un aumento del tipo de interés se traduce en una reducción de la demanda de dinero de todos los particulares. Por consiguiente, si todo lo demás permanece constante, la demanda agregada de dinero disminuye cuando los tipos de interés aumentan.
- II. El nivel de precios. El nivel de precios de una economía es el precio en términos de dinero de una amplia cesta de bienes y servicios de referencia. Si el nivel de precios sube, los particulares y las empresas deben gastar más dinero de lo que hacían anteriormente para adquirir la misma cesta de bienes y servicios. Para mantener el nivel de liquidez anterior a la subida de precios tendrán que mantener por tanto una cantidad de dinero más elevada.
- III. La renta nacional real. Cuando la renta nacional real (PNB) de una economía aumenta se está vendiendo un mayor número de bienes y servicios. Dado el nivel de precios, un aumento del valor real de las transacciones incrementará la demanda de dinero.

El equilibrio en el mercado de dinero

El mercado monetario se encuentra en equilibrio cuando la oferta monetaria (efectivos más depósitos de los particulares y las empresas) fijada por el banco central es igual a la demanda de dinero.

Supongamos un alza en el tipo de interés. La demanda real de dinero es inferior a la oferta, esto produce un exceso de oferta monetaria. Si los particulares mantienen una mayor cantidad de dinero de la que desean, dado un tipo de interés, intentarán reducir su liquidez utilizando algo de dinero para adquirir valores mobiliarios. En otras palabras, los particulares intentarán evitar un exceso de liquidez prestándola a otros agentes económicos. Sin embargo, debido a que en ese interés existe un exceso de oferta monetaria, ningún particular tendrá éxito en su intento: el número de personas que intentan prestar dinero para reducir su liquidez es superior al de las que desean endeudarse para incrementar la suya. Aquellos que no pueden deshacerse del exceso de liquidez intentan convencer a los prestatarios potenciales, ofreciéndoles aplicar a sus préstamos un tipo de interés inferior. La presión a la baja en los tipos de interés continuará. Con este tipo de interés, cualquier persona que desee prestar dinero podrá hacerlo, porque el exceso de oferta

monetaria habrá desaparecido, es decir, de nuevo la oferta es igual a la demanda.

Análogamente, si el tipo de interés es bajo, éste tenderá a subir. Existe un exceso de demanda de dinero. Por tanto, los particulares tratarán de vender sus activos generadores de intereses, tales como los bonos, para incrementar su disponibilidad de dinero (es decir, venden bonos por efectivo). Sin embargo, no todo el mundo puede vender los suficientes activos generadores de intereses para satisfacer su demanda de dinero. Es decir, los particulares pujarán por el dinero aceptando endeudarse a un tipo de interés cada vez más elevado, empujando el tipo de interés al alza. Los tipos de interés dejarán de subir sólo cuando el mercado haya eliminado el exceso de demanda de dinero.

Podemos resumir nuestras conclusiones de la siguiente manera: el mercado siempre se mueve hacia un tipo de interés al que la oferta monetaria en términos reales es igual a la demanda de dinero agregada real. Si inicialmente existe un exceso de oferta monetaria, el tipo de interés baja, y sube si inicialmente hay un exceso de demanda.

Efecto sobre el mercado de divisas

El incremento de la oferta monetaria da lugar a la siguiente secuencia de efectos: dado un tipo de interés inicial se produce un exceso de oferta monetaria en el mercado de dinero estadounidense, por lo que el tipo de interés del dólar disminuye, a medida que el mercado de dinero alcanza el nuevo equilibrio. Dados el tipo de cambio inicial, el nuevo tipo de interés del dólar más reducido, la rentabilidad esperada de los depósitos en euros es superior a la de los depósitos en dólares. Los tenedores de depósitos en dólares tratarán de convertirlos en depósitos en euros, que resultan temporalmente más atractivos. Como los tenedores de depósitos en dólares presionan sobre los depósitos en euros, el dólar se deprecia. El mercado de divisas se encuentra de nuevo en equilibrio, ya que la variación del tipo de cambio le provoca la caída de la tasa de depreciación futura esperada del dólar, suficiente para compensar la caída de los tipos de interés del dólar.

Concluimos que un incremento de la oferta monetaria de un país se traduce en una depreciación de su moneda en el mercado de divisas. Por

oposición, se puede apreciar que una reducción de la oferta monetaria de un país se traduce en una apreciación de su moneda en el mercado de divisas.

El dinero, el nivel de precios y el tipo de cambio a largo plazo

El equilibrio a largo plazo de una economía es la posición que finalmente se alcanzaría, sino se produjesen nuevos desajustes económicos a lo largo del proceso de ajuste hacia el pleno empleo. Se puede pensar en el equilibrio a largo plazo como el equilibrio que se mantendría, cuando los salarios y los precios hayan tenido tiempo suficiente para ajustarse a sus niveles de equilibrio de mercado. Otro método equivalente consiste en analizar cómo se establecería el equilibrio si los precios fuesen perfectamente flexibles y se ajustasen inmediatamente para mantener el pleno empleo.

El dinero y los tipos de cambio a largo plazo

Si todo lo demás permanece constante, un incremento permanente de la oferta monetaria de un país origina a largo plazo una depreciación proporcional de su moneda respecto a las monedas extranjeras. Análogamente, una disminución permanente de la oferta monetaria de un país origina a largo plazo una apreciación proporcional de su moneda respecto a las monedas extranjeras.

La inflación y la dinámica de los tipos de cambio

Una economía tiene inflación cuando su nivel de precios está aumentando (y tiene deflación cuando su nivel de precios está disminuyendo). Nuestro análisis de los efectos a corto plazo supone que el nivel de precios de un país, a diferencia de su tipo de cambio, no varía inmediatamente. Sin embargo, muchos precios vienen especificados en contratos de larga duración, y no pueden ser modificados de manera inmediata cuando se producen variaciones de la oferta monetaria. Podemos suponer que el nivel de precios está dado a corto plazo, y que no experimenta cambios significativos en respuesta a las variaciones de la política monetaria. Nuestro análisis, suponiendo la rigidez de los precios a corto plazo, se puede aplicar sobre todo a los países caracterizados por una relativa estabilidad de precios.

Aunque en muchos países los niveles de precios parecen mostrar rigidez a corto plazo, una variación de la oferta monetaria origina inmediatamente presiones de demanda y de costes que provocan finalmente futuros aumentos del nivel de precios. Estas presiones proceden de tres fuentes principales:

- I. Exceso de demanda de producción y trabajo.
- II. Las expectativas inflacionistas.
- III. Los costes de las materias primas.

El desbordamiento (overshooting) del tipo de cambio

Se dice que el tipo de cambio se desborda cuando la respuesta inmediata a una perturbación a corto plazo es mayor que su respuesta a largo plazo. El desbordamiento es una consecuencia directa de la rigidez a corto plazo de los precios. En un mundo hipotético donde el nivel de precios podría ajustarse inmediatamente a su nuevo nivel de largo plazo después de un aumento de la oferta monetaria el tipo de interés del dólar no disminuiría, ya que los precios se ajustarían inmediatamente y evitarían que la oferta monetaria real aumentase. Es decir, no existiría ninguna necesidad de desbordamiento para mantener el equilibrio en el mercado cambiario. El tipo de cambio mantendría el equilibrio, desplazándose simplemente a su nuevo nivel de equilibrio a largo plazo.

VI.4. El nivel de precios y el tipo de cambio a largo plazo ⁽²²⁾

Hemos visto que los tipos de cambio se determinan a partir de los tipos de interés y de las expectativas acerca del futuro que, a su vez, están influidas por las condiciones de los mercados monetarios nacionales. Sin embargo, para comprender bien las variaciones del tipo de cambio a largo plazo, hemos de ampliar nuestro modelo en dos direcciones.

⁽²²⁾ Paul R. Krugman; Maurice Obstfeld, Op. cit 397-437

En primer lugar, hemos de completar nuestra serie de interrelaciones entre las políticas monetarias, la inflación, los tipos de interés y los tipos de cambio. En segundo lugar, tenemos que analizar otro tipo de causas diferentes a la oferta monetaria y a la demanda de dinero, por ejemplo, las modificaciones que se producen en los mercados de bienes y servicios, y que también tienen efectos perdurables sobre los tipos de cambio.

A largo plazo, los precios nacionales desempeñan una función clave, al influir en la determinación tanto de los tipos de interés como de los precios relativos a los que se intercambian los productos de diferentes países. En este sentido, resulta fundamental disponer de una teoría sobre la relación entre los niveles de precios nacionales y los tipos de cambio para comprender por qué pueden variar los tipos de cambio tan ampliamente a lo largo de periodos de tiempo de varios años.

Ley del precio único

La ley del precio único afirma que, en los mercados competitivos en los que no se tienen en cuenta los costes de transporte ni existen barreras oficiales al comercio (como los aranceles), los productos idénticos vendidos en diferentes países deben tener el mismo precio, cuando éste venga expresado en términos de una misma moneda. Si un producto se ofrece en un país a un precio mayor, la disminución de la demanda haría disminuir su precio hasta alcanzar nuevamente el equilibrio.

Paridad del poder adquisitivo (PPA)

La teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) afirma que el tipo de cambio entre las monedas de dos países es igual a la relación entre los niveles de precios de esos dos países. La PPA predice que una disminución del poder adquisitivo de la moneda nacional (reflejada por un incremento del nivel de precios interno) estará asociada a una depreciación equivalente de la moneda del país en el mercado de divisas. Del mismo modo, la PPA predice que un incremento del poder adquisitivo de la moneda nacional estará asociado a una apreciación proporcional de la moneda.

La relación entre la PPA y la ley del precio único

La ley del precio único se refiere a productos individuales, mientras que la PPA considera el nivel general de precios, que es una combinación de los precios ponderados del conjunto de los productos que forman parte de la cesta de referencia. La PPA afirma que, aún cuando la ley del precio único no se cumple literalmente, las fuerzas económicas que operan detrás de ella ayudarán, con el tiempo, a igualar el poder adquisitivo de una moneda en todos los países.

La PPA absoluta y la PPA relativa

La afirmación de que el tipo de cambio es igual a los niveles de precios relativos se conoce a veces como la PPA absoluta. La PPA absoluta incluye una proposición conocida como la PPA relativa, que afirma que la variación porcentual del tipo de cambio entre dos divisas, a lo largo de cualquier periodo de tiempo, es igual a la diferencia entre las variaciones porcentuales de los índices de precios nacionales. Es decir, si la PPA absoluta es un principio basado en niveles de precios y tipos de cambio, la PPA relativa lo traduce en un principio basado en las variaciones porcentuales de los niveles de precios y de los tipos de cambio. La PPA relativa afirma que los precios y los tipos de cambio varían en una proporción que mantiene constante el poder adquisitivo de la moneda nacional de cada país en relación con el de las otras divisas. Siempre que los factores que causen las desviaciones de la PPA absoluta sean más o menos estables a lo largo del tiempo, las variaciones porcentuales de los niveles de precios relativos pueden seguir siendo aproximaciones de las variaciones porcentuales de los tipos de cambio.

VI.5. La producción nacional y el tipo de cambio a corto plazo ⁽²³⁾

Los factores institucionales, como los contratos nominales a largo plazo, pueden dar lugar a precios rígidos o de ajuste lento en el mercado de productos.

⁽²³⁾ Paul R. Krugman; Maurice Obstfeld, Op. cit 439-482

Considerando un modelo de mercado de productos a corto plazo, junto con nuestros mercados de divisas y monetario (mercados de activos), desarrollaremos un modelo que explica el comportamiento a corto plazo de todas las variables macroeconómicas importantes que actúan en una economía abierta.

Determinantes de la demanda agregada en una economía abierta

La demanda agregada se define como la cantidad de bienes y servicios producidos por un país, demandados por las familias y las empresas de todo el mundo. La demanda agregada de una economía abierta es la suma de la demanda de consumo, inversión, gasto público, y la demanda de exportaciones netas, es decir, la balanza por cuenta corriente. Para simplificar nuestro modelo se supondrá que la demanda de inversión y gasto público están dadas.

Determinantes de la demanda de consumo

La demanda de consumo y la renta disponible (renta nacional menos impuestos) tienen una relación positiva. Sin embargo, cuando la renta disponible aumenta, la demanda de consumo generalmente también aumentará, pero en menor medida, ya que se ahorra parte del incremento de la renta.

Determinantes de la balanza por cuenta corriente

La balanza por cuenta corriente, considerada como la demanda de exportaciones de un país menos su demanda de importaciones, se determina en función de dos factores principales: el tipo de cambio real de su moneda respecto a las demás divisas, (es decir, el precio de una cesta de gasto representativa del exterior en términos de cestas de gasto internas), y de la renta nacional disponible. Las variaciones del tipo de cambio real afectan a la cuenta corriente, ya que reflejan las variaciones de los precios relativos de los bienes y servicios nacionales respecto a los extranjeros. La renta disponible afecta a la cuenta corriente a través de su efecto sobre el gasto global de los consumidores nacionales.

Factores determinantes de la balanza por cuenta corriente	
Variación	Efecto sobre la cuenta corriente, CC
Tipo de cambio real, EP^*/P^{\dagger}	$CC \uparrow$
Tipo de cambio real, EP^*/P^{\dagger}	$CC \downarrow$
Renta disponible, $Y^d \uparrow$	$CC \downarrow$
Renta disponible, $Y^d \downarrow$	$CC \uparrow$

Fuente: Paul R. Krugman; Maurice Obstfeld, Op. cit 443

Vinculación del tipo de cambio real y la renta real con la demanda agregada

Un incremento del tipo de cambio real hace más competitivos los bienes y servicios nacionales respecto a los bienes y servicios externos, y desplaza el gasto interno y el externo hacia los productos internos. Como resultado, la cuenta corriente aumenta, y, por tanto, la demanda agregada también aumenta. Una depreciación real de la moneda interna aumenta la demanda agregada de producción nacional; una apreciación real reduce la demanda agregada de producción nacional.

Permaneciendo todo lo demás igual, un incremento de la renta nacional real aumenta la demanda agregada de producción nacional, y una disminución de la renta nacional real reduce la demanda agregada de producción nacional.

Determinación de la producción nacional a corto plazo

El nivel de producción se determina a corto plazo mediante la igualdad de la demanda agregada y la oferta agregada. Cuando la demanda agregada es mayor que el nivel de producción, las empresas aumentan su producción para evitar una reducción no deseada de sus existencias. Cuando la demanda agregada es menor que el nivel de producción, las empresas reducen su producción para evitar una acumulación no deseada de existencias.

El nivel de producción nacional, el tipo de cambio y el equilibrio en el mercado de productos

Si todo lo demás permanece constante, cualquier incremento del tipo de cambio real, aumentará el nivel de producción. Análogamente, si todo lo demás permanece constante, cualquier disminución del tipo de cambio real, hará que la producción disminuya.

El nivel de producción nacional, el tipo de cambio y el equilibrio en los mercados de activos

Si todo lo demás permanece constante, para que los mercados de activos permanezcan en equilibrio un incremento del nivel de producción nacional debe venir acompañado de una apreciación de la moneda nacional, y una caída del nivel de producción nacional debe venir acompañada de una depreciación.

Factores que desplazan el equilibrio en los mercados de activos

- I. Una variación de la oferta monetaria: Para un nivel de producción dado, si todo lo demás permanece constante, un incremento de la oferta

monetaria hace que la moneda nacional se deprecie en el mercado de divisas.

- II. Una variación de precios internos: un incremento de precios internos, reduce la oferta monetaria en términos reales, y hace que el tipo de interés suba. Si todo lo demás permanece constante, este incremento del tipo de interés hace que el tipo de cambio actual disminuya.
- III. Una variación del tipo de cambio esperado: si todo lo demás permanece constante, el incremento del tipo de cambio esperado hace que la moneda nacional se deprecie.
- IV. Una variación del tipo de interés externo: un incremento del tipo de interés externo aumenta la tasa de rentabilidad esperada de los depósitos en divisas, por lo que hace que la moneda nacional se deprecie.
- V. Una variación de la demanda de dinero en términos reales: Una disminución de la demanda de dinero implica que disminuye el tipo de Interés e incrementa el tipo de cambio.

El equilibrio de una economía abierta a corto plazo

El equilibrio de la economía a corto plazo se alcanza a un tipo de cambio y un nivel de producción para los cuales (dados el nivel de precios, el tipo de cambio futuro esperado y las condiciones económicas externas), la demanda agregada es igual a la oferta agregada, y los mercados de activos se encuentran en equilibrio.

VI.6. Los tipos de cambio fijos y la intervención en los mercados de divisas ⁽²⁴⁾

En los análisis anteriores, supusimos que los tipos de cambio eran completamente flexibles, es decir, que las autoridades monetarias nacionales no intervenían en el mercado de divisas para influir sobre los tipos de cambio.

Los países industrializados actualmente operan bajo un sistema híbrido de tipos de cambio flexibles intervenidos, en el que los gobiernos pueden

⁽²⁴⁾ Paul R. Krugman; Maurice Obstfeld, Op. cit 483-523

intentar moderar las variaciones del tipo de cambio sin mantenerlos rígidamente fijos.

La intervención del banco central y la oferta monetaria Balance del Banco Central

<u>Activo</u>	<u>Pasivo</u>
Activos extranjeros 1.000 \$	Depósitos de los bancos privados 500 \$
Activos nacionales 1.500 \$	Efectivo en circulación 2.000 \$

El lado del Activo del balance del Banco muestra dos clases de activos, los activos extranjeros y los activos nacionales. Los activos extranjeros son, principalmente, bonos denominados en divisas extranjeras, propiedad del banco central. Estos activos extranjeros, o reservas exteriores, constituyen las reservas internacionales del banco central y su nivel varía cuando el banco central interviene en el mercado de divisas comprando o vendiendo divisas. Los activos nacionales son los títulos con cargo a los ciudadanos residentes o a las instituciones del propio país. Estos títulos normalmente adoptan la forma de bonos del Gobierno y de créditos a los bancos privados.

En el lado del Pasivo del balance figuran los depósitos de los bancos privados y el efectivo en circulación, tanto en billetes como monedas. Las empresas no bancarias y los particulares generalmente no pueden abrir una cuenta en el banco central, mientras que los bancos están obligados, por ley, a mantener unos depósitos en el banco central como reserva parcial frente a sus propios pasivos. Los depósitos de los bancos privados representan un pasivo del banco central, puesto que el dinero puede ser retirado en caso de necesidad por parte de los bancos privados.

El efectivo en circulación es considerado como un pasivo del banco central, principalmente por razones históricas. Hubo un tiempo en que muchos bancos centrales estaban obligados a entregar una cierta cantidad de oro o de plata a cualquier particular que deseara cambiar el dinero nacional por estos metales preciosos.

El total del activo del banco central es igual a su pasivo más su patrimonio neto, que en el ejemplo se supone que es cero. Puesto que a efectos de nuestro análisis las variaciones del patrimonio neto del banco central no son importantes, también las ignoraremos. El supuesto adicional de que el patrimonio neto es constante significa que las variaciones que vamos a analizar

de los activos del banco central provocan, automáticamente, unas variaciones iguales en sus pasivos.

Cualquier compra de activos por el banco central se traduce automáticamente en un incremento de la oferta monetaria interna, mientras que cualquier venta de activos por parte del banco central se traduce en una disminución de la oferta monetaria.

La intervención en el mercado de divisas y la oferta monetaria

Una venta de divisas, obteniendo su valor en dinero nacional, implica una disminución de la oferta monetaria. Por otro lado, una compra de divisas, emitiendo su valor en dinero nacional, implica un aumento de la oferta monetaria.

La esterilización

Los bancos centrales realizan a veces operaciones de igual magnitud, pero de signo contrario, en el mercado de divisas y en el mercado monetario nacional para neutralizar el impacto de sus transacciones exteriores sobre la oferta monetaria nacional. Este tipo de política se denomina intervención esterilizada en el mercado de divisas. Si el banco central desea compensar el efecto de su venta de activos extranjeros, puede volver a intervenir comprando activos nacionales.

La balanza de pagos y la oferta monetaria

Si los bancos centrales no esterilizan y el país considerado tiene una balanza de pagos con superávit, cualquier incremento de los activos extranjeros del banco central del país considerado produce un incremento de la oferta monetaria nacional. Análogamente, cualquier disminución de los activos del país considerado que poseen los bancos centrales extranjeros da lugar a una disminución de la oferta monetaria extranjera.

Cómo fija el banco central los tipos de cambio

Para mantener el tipo de cambio constante, un banco central debe estar siempre dispuesto a intercambiar divisas a un tipo de cambio fijo con los agentes privados que intervienen en el mercado.

El equilibrio en el mercado de divisas con tipos de cambio fijos

El mercado de divisas se encuentra en equilibrio cuando se cumple la condición de la paridad de intereses, es decir, cuando el tipo de interés

nacional, es igual al tipo de interés en el extranjero, más la tasa de depreciación esperada de la moneda nacional respecto a la moneda extranjera.

El equilibrio del mercado monetario con tipos de cambio fijos

Para mantener el tipo de interés nacional igual al interés extranjero, la intervención del banco central en el mercado de divisas debe ajustar la oferta monetaria, de forma que la demanda de dinero en términos reales sea igual a la oferta monetaria real. Un incremento de la producción aumenta la demanda de dinero nacional, y este incremento de la demanda de dinero normalmente presionaría al alza el tipo de interés. Para evitar una apreciación de la moneda nacional, que se produciría (dado que los particulares esperan que el tipo de cambio permanezca fijo en el futuro), el banco central debe intervenir en el mercado de divisas comprando activos extranjeros. Esta adquisición de activos extranjeros elimina el exceso de demanda de dinero nacional, puesto que el banco central facilita liquidez al pagar los activos exteriores que adquiere. El banco central aumenta así automáticamente la oferta monetaria hasta que el mercado de activos se equilibra.

Las políticas de estabilización con tipos de cambio fijos

Con un tipo de cambio fijo, los instrumentos de política monetaria del banco central son poco eficaces para influir sobre la oferta monetaria o el nivel de producción.

La política fiscal

A diferencia de la política monetaria, la política fiscal puede ser utilizada con tipos de cambio fijos. En efecto, es aún más eficaz que con tipos de cambio flexibles. Con un tipo de cambio flexible, una expansión fiscal viene acompañada por una apreciación de la moneda nacional que hace que los bienes y servicios nacionales sean más caros y, de este modo, tiende a contrarrestar el efecto positivo de esta política sobre la demanda agregada. Para evitar esta apreciación, un banco central que mantenga fijo el tipo de cambio de su moneda se ve obligado a aumentar su oferta monetaria a través de las adquisiciones de activos extranjeros en el mercado de divisas. El efecto expansivo adicional de este incremento involuntario de la oferta monetaria explica por qué la política fiscal es más eficaz que con un tipo de cambio flexible.

Las variaciones del tipo de cambio

Un país que opera con tipos de cambios fijos puede, en algunas ocasiones, decidir una variación repentina del valor de su moneda nacional en términos de moneda extranjera. Se produce una devaluación cuando el banco central aumenta el precio en moneda nacional de las monedas extranjeras, y una revaluación cuando el banco central disminuye. Lo único que tiene que hacer un banco central para devaluar o revaluar es anunciar su disposición a intercambiar dinero nacional por dinero extranjero, en cantidades ilimitadas, al nuevo tipo de cambio.

Los efectos de una devaluación reflejan las tres razones principales por las que los gobiernos deciden a veces devaluar sus monedas. En primer lugar, una devaluación permite al gobierno luchar contra el desempleo nacional, a pesar de la ineficacia de la política monetaria. Por ejemplo, si el gasto y el déficit públicos son desde el punto de vista político impopulares, o si el proceso legislativo es lento, un gobierno puede optar por la devaluación como la forma más conveniente de aumentar la demanda agregada. Una segunda razón para devaluar es la mejora que se experimenta en la balanza por cuenta corriente, resultado que el gobierno puede considerar deseable.

El tercer motivo de una devaluación es su efecto sobre las reservas exteriores del banco central. Si el banco central está operando con un nivel reducido de reservas, se puede utilizar una única devaluación repentina para conseguir una mayor cantidad de reservas.

Crisis de balanza de pagos y fuga de capitales

La expectativa de una futura devaluación origina una crisis de balanza de pagos, caracterizada por una fuerte disminución de las reservas, y por un incremento del tipo de interés nacional por encima del tipo de interés extranjero. Análogamente, una revaluación esperada produce un fuerte incremento de las reservas exteriores y una disminución del tipo de interés nacional, que se sitúa por debajo del tipo de interés extranjero. La pérdida de reservas que acompaña al temor a una devaluación se conoce a menudo como fuga de capitales, puesto que se refleja en la balanza de pagos como una salida de capital privado. Los residentes abandonan la moneda nacional vendiéndola al banco central por divisas, y a continuación invierten los ingresos en el exterior. La fuga de capital representa una preocupación particular para el

gobierno cuando surgen los temores a una devaluación, porque las reservas del banco central son insuficientes para afrontarla. Disminuyendo aún más su nivel, la huida de capitales puede obligar al banco central a devaluar más pronto y en una proporción superior a la que se había previsto.

VII. Bibliografía

Bolsa de Comercio de Santa Fe, Análisis de la brecha en el mercado cambiario minorista período 2007-2015, Santa Fe, 2015

Centro de Economía Política Argentina, Observatorio Monetario y Financiero; El negocio financiero y la fuga de dólares, 2017

Frenkel, Roberto (Centro de Investigación Económica y de Políticas (Center for Economic and Policy Research)) y Rapetti, Martín (Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES)), Política cambiaria y monetaria en Argentina después del colapso de la convertibilidad,. Abril 2007.

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), El Control de Cambios en la Argentina, Liberación Cambiaria y Crecimiento, Capítulo 3.1, Páginas 41-108, Ediciones Manantial S.R.L., Buenos Aires, 1989.

Krugman, Paul R., Obstfeld, Maurice, Economía Internacional, Teoría y Política, Séptima Edición, Capítulo 13, Páginas 327-523, Pearson Education S.A., Madrid, 2006.

http://bibliotecadigital.uns.edu.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2525-12952015002200003&lng=en&nrm=iso

<http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol0116.pdf>

<http://www.economis.com.ar/el-deficit-comercial-turistico-y-una-propuesta-tributaria-para-incentivar-el-turismo-interno-en-argentina/>

<http://www.economis.com.ar/el-deficit-comercial-turistico-y-una-propuesta-tributaria-para-incentivar-el-turismo-interno-en-argentina/>

<http://www.eleconomista.com.ar/2014-10-a-3-anos-del-cepo/>

http://www.indec.gob.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=2&id_tema_3=40

<http://www.observatorio.unr.edu.ar/balance-de-pagos/> <https://datos.bancomundial.org/indicador/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?locations=AR&view=chart>

<https://www.economia.gob.ar/basehome/pdf/indicadores.pdf>

https://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/economia/bdp_pii_de_metodologia_23.pdf